全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金经理投资笔记丛书

江涛◎主编

★他眼中的好股票 ★他心中的好企业

★他对风险的把握……

★让我们一同打开他的投资笔记……

投资是一种生活方式

TOUZI SHI YIZHONG SHENGHUO FANGSHI

千亿级基金投资总监的投资之道

朱平◎著



经济日报出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金经理投资笔记丛书 江 涛 主编

投资是一种生活方式

千亿级基金投资总监的投资之道

朱 平 著

经济日报出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

投资是一种生活方式/朱平著．—北京：经济日报出版社，2008. 1
（基金经理投资笔记丛书/江涛主编）
ISBN 978-7-80180-797-7

Ⅰ．投…　Ⅱ．朱…　Ⅲ．投资—基本知识　Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2007）第 175538 号

投资是一种生活方式

著　　者：	朱　平
丛书主编：	江　涛
责任编辑：	汪云凤
责任校对：	韩　冬　梁　婧
插画作者：	盛　凯
出版发行：	经济日报出版社
地　　址	北京市宣武区右安门内大街 65 号（邮编：100054）
电　　话	010-63567690（编辑部）　63567683（发行部）
网　　址	www.edpbook.com.cn
E - mail	jjrb58@sina.com
经　　销	全国新华书店
印　　刷	北京耀华印刷有限公司
开　　本	710×1000mm　1/16
印　　张	17
字　　数	200 千字
版　　次	2008 年 1 月第一版
印　　次	2008 年 1 月第一次印刷
书　　号	ISBN 978-7-80180-797-7
定　　价	35.00 元

版权所有　盗版必究　　印装有误　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总　序

记录・分享・升华

——从“一米阳光投资智慧丛书”到“基金经理投资笔记丛书”

2007年12月10日，在北京城下了2007年第一场冬雪的时候，我写完了这篇总序，而后“基金经理投资笔记丛书”这套丛书也要于2007年年底前后陆续出版了。最先出版的就是广发基金投资总监朱平先生著的《投资是一种生活方式》，相继还会有一批优秀的公募、私募基金经理的著作不断问世。

这套丛书从构思到付诸实践，继而见到成果，几乎用了整整一年的时间。这其中，支撑我一直坚持下去的就是这样一个信念：始自2005年股改之后的这轮波澜壮阔的大牛市一定是需要记录和思考的。而且如果说这轮大牛市代表着一个民族和国家崛起的话，中国的证券市场完全应该有条件诞生出巴菲特、彼得・林奇、索罗斯或者罗杰斯这样的投资大家，而且不应该是单个的，而可能是一批人。

那么，谁最有可能成为中国的巴菲特、彼得・林奇、索罗斯或者罗杰斯？基金经理这一群体显然是最有可能诞生的土壤。不论是公募基金或者私募基金，他们无疑是证券市场中最大的推手之一。而舆论界以及投资大众要么将其“神化”，要么将其“妖魔化”，这当中存在着不小的误读。

如果能有一套丛书减小这种误读，同时使投资大众更容易籍此找到自己开启财富之门的钥匙，该是一件多么有意义的事情！更何况，在当前的证券图书市场上还罕见这类形式和风格的丛书，如果能够出版，也算是填

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

补了一项空白。

在 2007 年 3 月初的时候，我曾经设想过这套丛书的名称——“一米阳光投资智慧丛书”。最初的想法是智慧犹如光芒，传播得好，能够深入人心，而投资智慧更是会有阳光般的威力，影响和改变很多人的选择和生活。巴菲特就是最典型的例子。他的成功不仅仅在于财富的功成名就，更在于其持久的、稳定的投资理念和思路，证实了证券市场上的财富能够取之有道。而且其投资思想犹如万丈光芒，点亮了很多人心中的光明，并改变了其人生。中国投资界已经有不少受益者，但显然更多的人需要受益，这套丛书就应该以此为宗旨。

为什么会想到是“一米阳光”呢？首先这是我在 2006 年丽江之行见到的一个酒吧名字，当时的印象比较深刻。其次在我看来，尽管智慧犹如光芒，其实是无处不在的，但是如果一个人的内心是层层封闭的，那么阳光即使就在一米远的地方，他也感受不到阳光的温暖，改变不了自己内心阴冷的处境。我所理解的“一米阳光”还有另外一个意思，那就是即便一个人的内心是开放的，眼睛也愿意去寻找光明，但是如果没有航灯的指引，即便阳光就在一米之处，他可能依旧有“踏破铁鞋无觅处”的困惑和烦恼。而这套丛书应该能够缩短投资人与投资智者之间的距离，将投资智慧的阳光引入到投资者身边。

为自己这个创意所激动，半夜起床上网，查找“一米阳光”的典故和用处，结果发现居然有一个美丽的传说：据说壮美的玉龙雪山上有一个神秘的山洞，每年只有一米的阳光照进洞中，如果有情侣可以沐浴到这短暂而可贵的阳光，就可以得到永久的爱情……

实际上这个故事正好也可以借用于投资。对于当今的大多数中国人来说，尽管已经意识到“你可以跑不过刘翔，不可以跑不过 CPI”，理财意识初步被唤醒，但对投资理财还处于在黑暗中摸索的阶段。如果能够有一米的阳光照在他们探索的道路上，可能就能使他们找到开启财富之门的钥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

匙。如果这套丛书中的任何一本书能贡献一米的阳光，十本书就能贡献十米的阳光，当万丈光芒照耀大地的时候，岂非是万物复苏，普天同庆？当然，我的内心也很清醒，这只是一个乌托邦式的理想之国，现实生活当中远远达不到这一境界。因为人的思想认识的改变绝非在一时一事，尤其是财富观的改变，对于受到几千年传统文化教育影响的中国人来说，更非易事。

具体地说，这套丛书应该以传播投资智慧为主题，以投资界精英的投资心得、感悟为核心内容，行文更加散文化、生活化，而其中的道理则是一目了然，并能让人细细体会。对于作者定位和读者定位我也进行了一个大致的分类。其中，作者的定位为：愿意分享投资智慧的人；愿意分享投资快乐的人；愿意分享投资成功快感的人。读者定位为：愿意寻找投资智慧的人；愿意丰富投资体验的人；愿意追求投资成功的人。

将这个想法与经济日报出版社的副总编辑胡子清和编辑汪云凤反复交流几次后，最终确定将这一套丛书名称定位为更准确、实用的“基金经理投资笔记丛书”。

应该说，最初的这个想法得到包括朱平、但斌、林园在内的好几个投资圈内人的认可，其后包括李驰、王晓路、代雪峰等人也在电话中首肯，最近由王晓路引荐的陶武彬、但斌引荐的翟敬勇等也相继加盟。他们作为管理着上亿元、乃至千亿元级别巨额资金的基金经理，不管是公募还是私募，他们个人的投资经验都是非常丰富的（至少有10年以上的证券投资经历），投资业绩也都是可圈可点的（经历了多次牛熊市场的转换之后，他们不但活了下来，而且还活得很好）。更为难得的是，他们各自都有着颇有特色的投资博客，记录了2005年以来这轮牛市当中不同阶段的认知和体验，与大家分享其中的投资经验和教训。当然，已有相当一批忠实的“粉丝”读者从中汲取精华和养分，与他们在投资之路上共同前行。

正如有读者希望的那样：“享受别人的心灵成长，才能丰润自己的投资人生！作为前行者，你们有必要把火把举高一点，以便后来人的道路不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再崎岖坎坷！能得到你们思想结晶的将是有缘人，希望能有与你们并肩前行的一天！”我想，这也是这套丛书希望产生的效果和影响。

经过对朱平、李驰、代雪峰、王晓路等人书稿（主体部分是他们的博客，尽量保持文章的原汁原味，但会经过系统编排，增添一些博客之外的文章，并加之以编者注）的认真整理后，我愈发感觉这套丛书的出版，会成为证券图书出版界全新的一类——这批优秀的投资精英们从国际投资大师们那里汲取到养分，经过在中国证券市场上多年来的探索和实践，各自正在形成一套有特色、较成熟的投资观。虽然他们现在的财富不及巴菲特、林奇、索罗斯或者罗杰斯，但他们在路上。而在他们各自的身后，必然还跟着一大批同行者。这也许会成为中国这轮大牛市里面一个新的收获！

所以，这里我要感谢中国的证券市场，感谢这批优秀的基金经理，感谢互联网，感谢愿意以博客形式分享投资智慧的人，感谢我的工作单位——中国证券市场研究中心主办的《证券市场红周刊》、执行出品人郭贵龙和我的同事们、赤子之心资产管理公司总经理赵丹阳，感谢经济日报出版社的副总编辑胡子清、编辑部主任王含、编辑汪云凤，感谢为这套丛书的推出贡献过智慧和力量的人——武汉大学出版社编辑夏敏玲、《证券市场周刊》主任编辑吴晓兵、北京汉唐阳光文化公司总经理尚红科、曾与我同道的吉晓红，以及为这套丛书设计封面、插画、编校等的工作人员。当然，最后需要感谢的就是站在我背后、始终如一地支持我的家人和亲朋好友们。

相信有了你们的支持和信任，“基金经理投资笔记丛书”会将投资智慧之光传播得更远、会将更多人心中的财富大门开启。经过若干年的岁月积淀、牛熊变迁后，我们能在这群人当中发现属于中国的投资大师。

江涛

2007 年 12 月 10 日于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自 序

据说上个世纪末，有一个美国基金经理每天起床时，常会自语，感谢自己生在美国做基金经理，因为美国有全球最大的股市和最好的上市公司。时光飞逝，21 世纪已过去 7 年，现在身处中国股市的投资者可能也同样会感到幸运。尽管 2005 年，我们对它还是忧心忡忡，其实那已经是黎明即将到来前的黑暗。

三个因素的横空出世给中国股市带来了巨变：一是中国正经历的经济起飞；二是中国人的投资需求被空前激发；三是股市全流通恰逢其时地完成。于是，牛市在大家的忽视中汹涌而来。

现在，中国投资者又被充满魅力的股市弄得有些魂不守舍。也许有一天，投资者还会感受到股市不仅脾气极大，而且琢磨不定。不过，正是股市这种翻天覆地的变化和发展，才是我们感到幸运的主要原因。

作为职业的投资管理人，我不仅见证了这些变化和发展，而且是促成这些变化和发展的小小参与者。还是在 2005 年初，一个偶然的机会使我抓起笔，希望能通过一些有趣的故事，吸引大家对股市的注意和对未来的乐观。

那个时候的市场还像冰一样冷硬，所以像我这样的投资从业人员，可以偷得很多的时间用于写作。最多的时候，我每周要写 3 篇文章，分别在三大报上刊登：一篇是市场评论性的文章；一篇是随笔性的观点；还有一篇就是这本书的主要内容。

一晃已快 3 年。中国股市已从当初的坚冰变成炙手可热的乐土，投资管理的工作也越来越多，文章则写得越来越少，先后停止了对市场评论性及随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔性的观点这两类文章的写作。

但我仍企图能继续写一些趣味性、知识性和实用性相结合的小文，并开设了自己的博客来与大家分享。读者读不读完这些文章并不重要，是否理解也不重要。如果读者能在阅读这些文章中获得乐趣，从而记住一些故事，或是记住文中的一些观点，就算我当初挤出时间写作有了完全的回报。倘若除此之外，在日常的生活或瞬息万变的股市中，还能偶尔忆起这些故事或观点中的一星半点，在现今信息爆炸的网络社会中，我认为已是一种意外之喜了。

如果一定要表达我对投资的看法，那我会直截了当地说：这些文章只是在变换各种形式，讲大家都知道的一些常识：投资股市一定可以赢利；股市的系统风险一定是投资者不能回避的；投资就是管理这些风险、从而获利的经济行为；专业的方法可以提高赢利的水平。但如果读者还想获得更高的收益，那么这本书就不再适合了，因为那可能属于艺术的范畴。不过要说我写这些文字没有一点功利心也是不客观的，我内心的企图是：能有越来越多的读者受到影响，用投资的态度来对待股市，不是为了一夜暴富，而是改变以往的生活方式，把投资当作生活的一部分，不仅把节余的资金理性地用于投资，更重要的是每一个投资人都能从自己做起，共同建设一个诚信、透明的股市，造就一些规范、有创造力的伟大上市公司，实现属于我们自己的财富之梦。果如其然，从业人员一定会是其中最大的受益者之一。

感谢编者的努力，是他们对这些文章进行编辑和整理，才使这本书得以完成。也感谢我的同事和关心我的朋友，没有他们的帮助和鼓励，我很难坚持这么久。最后尤其要感谢我的家人，他们才是我最强大的后盾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 CONTENTS

总序／1

自序／1

第一部分　投资是一种生活方式／1

◎第一章　股市到底是什么
（漫谈对证券市场的认识）／3

股市不是造星梦工厂／3

上帝不玩骰子／5

“看不见的手”／7

幡动、风动和心动／9

《大长今》与股市形象／11

股市与宇宙图像／13

流行的三个元素／15

毒蛇、老虎与山花／17

市场永远是对的／19

沙僧、八戒和悟空／21

股市消费者／23

股市需要传奇／25

洛克菲勒和他的孙子／27

钱锺书的比喻／29

信任的故事／31

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎第二章　为什么说投资是一定可以赢利的
（漫谈投资观念和原则）/ 34
投资是一种生活方式 / 34
投资是稀缺的权利 / 36
学会正确地买入 / 38
要有足够的良好过往记录 / 40
投资中的王道和霸道 / 42
价值投资还是趋势投资 / 44
投资效用最大化的选择 / 46
投资理念才是更重要的武器 / 48
两个猎人的故事 / 50
奥运精神和投资 / 52
投资的第一原则 / 55
投机的技术含量 / 57

◎第三章　做一个快乐并挣钱的投资者
（个人投资者如何才能赢钱）/ 60
快乐的车夫 / 60
投资者都是价格的接受者 / 62
非理性行为是如何影响个人投资的 / 64
估值就像选美 / 67
认识游戏的规则 / 69
只投资熟悉的股票 / 71
股市的三种考验 / 73
股票作手的故事 / 75

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分 市场永远是对的 / 77

◎第四章 大牛市是怎么产生的
（漫谈对市场趋势的研究和判断）/ 79
泡沫如何会消失 / 79
重仓股已具有绝对吸引力 / 81
千万不要在黎明到来的时候下车 / 82
听数据说话 / 83
市场表现出信心 我们只是缺钱 / 85
中国故事是中国牛市的基础 / 87
史无前例的投资“黄金时代” / 89
大牛市到底有多大 / 92
投资也是一门科学 / 94
2000 点后还有多高 / 96
历史会重演吗 / 98
股市预言家 / 100
投资故事多 / 102
2007：开尔文式的新年祝词 / 104
是否是传说中的那次调整？/ 106
大牛市什么时候会结束？/ 108
股市的“墨菲定律” / 110
市场什么时候可以休息一下 / 112
指数的空间 / 114

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎第五章　悬念的背后是什么
（漫谈对热点事件的研究和判断）／118
利益的市场——由国航大幅减少发行规模谈起／118
卢卡斯的女巫前妻:钢铁股为什么开涨／120
猪年股市的四大悬念／122
加息说明什么／124
“5·30”后市场发生了什么变化／126
2007 年夏天的热门话题／129
升息和比较优势／131
股市,速度为王／134

◎第六章　如何寻找超级企业
（漫谈对行业和企业的研究和判断）／137
三四法则:消费类企业／137
三个火枪手:企业竞争格局解析／139
超级女声与超级企业／141
梦的解析:发现真正的持续成长型企业／143
超级企业路线图／145
股票的三种境界／147
品酒评股票／149
白酒演义／151
企业成败最终看执行／153
商场如战场:从两个可乐的竞争说开去／155
电脑 PK 软件:解读终端销售模式／157
小企业的成长之路／159
商圈的故事:判断成功企业的特征／161

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

淮海路 PK 南京路:解读连锁零售业 / 163
成长的宿命 / 165
超级女生与人口统计 / 167
洛克菲勒父子的故事:从人口结构变化看投资机会 / 169
把握将来的投资机会 / 171

◎第七章　怎样才能从股市中获取较高利润
（漫谈对股票的研究和判断） / 174
买卖的选择 / 174
周期的轮回 / 176
科技股,看上去很美 / 178
蓝筹股——寻找天生的赢家 / 180
成长与价值的轮换 / 182
"智慧之王"所罗门:能吸引眼球的股票才能得到广泛认同 / 184
JOB 的故事 / 186
大话西游:从道琼斯 30 看中国股市的未来 / 188
从网络故事看成长股 / 191
资源之赌 / 193
说说热门股 / 195
关于投资与研究的疑问 / 197
老虎机和轮盘 / 199
大众评选与选股 / 201
主流资金在改变投资策略 / 203
漂亮 50 / 205
远见还是随机 / 207
由"87 版"《红楼梦》说开去:假如为 20 年后选一只股 / 209
股市的布朗运动 / 211

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市想象力 / 214

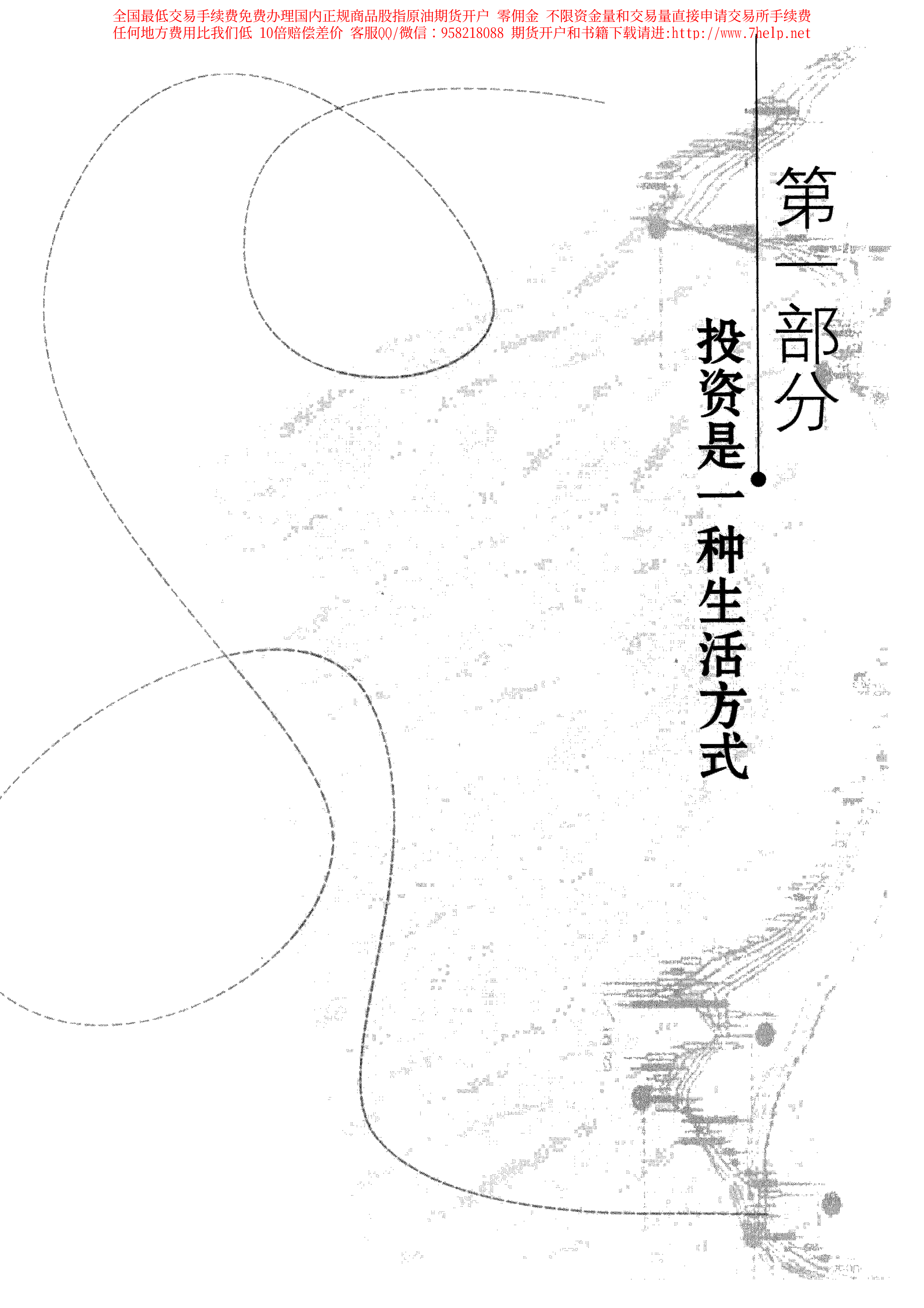
第三部分 基金公司是如何运行的 / 217

基金管理人的工作 / 219
画出菜的味道与股市独立性研究 / 222
看 NBA 球赛 聊基金投资 / 224
百度的故事:优秀主动型基金的特质 / 226
历史学家和历史爱好者:专业人士与业余投资者的不同方法 / 228
调研与弦外之音 / 230
资产管理的重心 / 232
都是飞机惹的祸 / 234
对洪都航空质疑的回应 / 236
企业的愿景 / 238
基金管理公司的愿景 / 240
似是而非的规律:什么样的基金是好基金 / 242

第四部分 媒体聚焦 / 245

◎未来的投资机会将超乎想象
——访广发基金投资总监朱平 / 247
◎做坚定的乐观主义者 / 252
◎广发朱平:投资理念宣传员 / 257

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分

投资是一种生活方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 股市到底是什么

（漫谈对证券市场的认识）

股市不是造星梦工厂

2005－05－19

说到股市，不少人觉得这是一个可以发横财的地方。

全球股市的神话人物巴菲特就是世界上第二富有的人。虽然比尔·盖茨比他钱更多，但一般老百姓搞不懂高科技，而买卖股票最大的好处似乎是老少皆宜。致富也简单，买入一只大牛股，捂着，多少年之后就可以成为富翁了。每天还有电台、电视台的股评家，告诉你明天哪只股票可能会涨，甚至涨停，一年有十次对，也可以翻番了。

其实这只是一个假象。从总体上讲，这些年来，投资沪深股市的老百姓总体是亏钱的。我们的股市从100点涨到1000点时，总规模很小；从1500点上到2200点时，市场开始大量发行股票，市场规模倍增，然后大盘又跌回到1000点附近。2000年时，一个普通的公司IPO竟然可以发到80多倍市盈率，还得排队申购。如果老百姓亏的钱被其他投资者挣了，那总体上还说得过去。但这些钱很大一部分是被浪费了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市制造富翁的比例比实业要小得多。可以看看福布斯中国财富榜，上榜的豪富以从事科技、零售和房地产的居多。再看一看统计数据，100多年来，美国股市的年均收益率大约在10%左右，这10来年，全球股市的投资年收益率大约在7%左右。仍以巴菲特为例，他在35岁的时候赚到了700万，50岁的时候赚到了2个亿，15年时间里达到了30倍左右的涨幅。30多年来，巴菲特的投资年均收益率大约在25%，这应是全球最顶级的水平了，而且他那个时候还没有新经济。

所以，在中国股市每年能获得10%的收益已经是非常好了，但问题是大多数股民不认为这是一个很高的收益水平，尽管现实中大多数股民的收益状况比这要差很多。太多的人抱着发财的梦想来到股市，但股市其实只是一个实现财富增值的地方。如果有人碰巧在某一段时间，比如在美国，买了诸如微软、DELL或像国内苏宁的同行BESTBUY（百思买，美国家电行业连锁巨头——编者注）之类的股票，在10年左右的时间内可以获得几十倍甚至上百倍的收益。但这些公司初始规模很小，其投资数额与市场总体投资数额相比，比率可以与中六合彩的概率相比了。而国内由于缺少成长空间巨大、扩张速度极快的公司，即使最好的投资也就是中集集团，10年大约也就有13倍左右的收益。目前，在国内A股市场再没有第二个公司可以为投资者10年带来10倍以上的收益了。

如果把股票比作女孩的话，那证券市场上的大美女是极其稀缺的，和在现实世界中一样。很可能有超过半数的股票从整体上说不会给投资者带来回报，其余能给投资者带来回报的股票，则更多的是像邻家的女孩，有不错的收益和可爱的地方，但绝不会让你魂牵梦萦。但人性总是这样，一方面总认为自己会碰到大美女，哪怕其实碰到的是恐龙；另一方面，对于比较普通的收益并不太珍惜，总想寻找大美女，结果连普通的收益也得不到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上帝不玩骰子

2005 -06 -08

为什么当年微软或DELL能给投资者带来高回报，股价却没有一步到位？而当人们无比兴奋地计算亚马逊这样的网络股的点击率量，不断推高股价，期望股价一步到位，不再给后来者赢利机会的时候，网络股却崩塌了。当然现在看来，如果一个刚刚开办的网络书店，其总市值超过了全美最大的连锁书店，而前者的营业额连后者的1/10都不到，那其股价的崩塌肯定是不可避免的。但问题是除了少数坦言不懂科技或网络而回避这类投资的人，其余的投资者有多少能逃脱网络泡沫的破灭而造成的损失呢？现在看来这是一个很经典的泡沫，与历史上其他类型的泡沫没有两样。但在当时，市场的主流却并没有这么想，因为大多数人没有预知到泡沫的破灭，直到它真的来临。如果谁真能发明时间机器，那他一定可以轻而易举地成为亿万富翁，但这是不可能的。证券市场用最好的薪水，雇佣最聪明的分析师，努力地研究经济、行业或企业，最多也只能看到非常短暂的未来的影子。

投资中一个重要的心理陷阱是过度自信，过度自信的一个主要表现就是认为自己可以把握未来。过度自信者中也包括以资金为后盾操纵股价的庄家。从总体而言，庄家一定是亏损的，只是还没有人统计亏损的总额有多大，但从破产券商和庄家资金链断裂的新闻报道，可以知道这不是一个小的数目。所以投资中的意外是投资本身的一部分，是不可避免的，而不是偶然的事件或投资者水平的问题。所以如果在国内市场，某只基金的重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仓股出现下跌，其实再正常不过，哪怕这只股票跌得只剩1%，也只是说明这只股票发生了超出基金经理预期的事情。市场用一只股票的下跌来评价整个基金投资的水平是不全面的。因为如果不是因为未来的不可知，人们其实根本就不用分散投资，全额投资收益率最高的那只股票就行了。

上个世纪物理学的发现也许与我们的证券市场有某些类似之处。一个欧洲的皇室成员同时也是物理学家叫德布罗意的，他发现电子既是实体的粒子，又是一种波，他把这种现象叫做波粒二相性。另一个物理学家海森伯进一步研究发现了“测不准原理”。他认为，微观世界和我们现存的世界是不一样的，比如电子，你要么可以知道它运动的路径，要么可以探测它出现的地点，但无法两者都知道。这就说明我们如果知道电子在围着原子转，我们就无法知道它到底在什么地方。爱因斯坦对此非常恼火，他说“上帝不玩骰子”，于是开始研究可以解决这个问题的大一统理论。但非常可惜，他没有成功。

说这个故事只是想告诉读者，就像我们必须接受微观世界是概率的世界一样，我们必须接受的一点是，未来永远是不确定的。短期而言，股价相对企业基本面的波动是不确定的，而企业的基本面却是确定的；长期而言，股价反映企业基本面变化的趋势是比较确定的，但企业的基本面却变得不再确定。所以无论时间长短，我们都不可能两者兼得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“看不见的手”

2005－07－12

证券市场也同样存在一只“看不见的手”，只要市场的参与者是理性而自利的人

1776年，苏格兰格拉斯哥大学教授亚当·斯密发表了经济学奠基之作《国富论》，其核心的论述是“看不见的手”。他认为，只要每一个人都是理性的，并追求自身效用最大化，那么不需要有人来管理，将会有一只看不见的手来进行调控，经济运行由此可自动达到最佳状态。据说，后人对这只“看不见的手”有30多种解释，比如市场及价格机制、司法制度、产权等等。亚当·斯密本人也因此被尊称为市场经济的鼻祖、经济学之父。

证券市场也同样存在一只“看不见的手”，只要市场的参与者是理性而自利的人。市场规模越大、越成熟，这只看不见的手就越有威力。如果你对这两年大盘走势感到困惑的话，那很有可能是你还在相信政策或机构会拯救你，而没有考虑到那只“看不见的手”在起作用。

那只手是怎样起作用的呢？这要先从理性投资者的投资特点开始分析。理性投资者认为所有投资者都是同样的聪明，他们的判断往往是一致的，所以买入股票并获得收益的主要原因是今后自己会用比以前更高的价格来买入某只股票，而不是在低价时买入，到高价时再卖出。这个逻辑的结果是，投资者之间的博弈是无效的，投资股票的收益不能寄希望于其他投资者。所以，理性的投资者认为收益是“股票红利＋估值不变时的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价差”，通俗地说，估值就是你在某价位买一只股票，预期在这个价位下，这只股票每年都能带来你所希望的收益。而很多时候，股票价差与企业利润增长并不一致。典型的如周期类企业，当其利润最好时，由于预期的变化，其股价反而会下跌。

从常识来看，股票应是越涨越有人买，越跌反而越无人问津。早年荷兰发生的郁金香球茎事件也正说明了这种现象。当时由于大家争相投机购买，郁金香球茎的价格涨了近上百倍，但没有多久泡沫就破灭了，郁金香球茎的价格又回到了原位。拉动价格下跌的正是那只“看不见的手”。

再举个例子，如果一个投资者预期某只股票会以某个价格，比如 10 元为中心波动，低于 10 元时买入，到 11 元时卖出。但由于理性投资者的智力水平是相同的，所以其他的投资者也会有类似的判断，也会在 10 元买入。但当股票涨到 11 元时，这个投资者知道，其他的投资者同他的判断是一样的，也要卖出这只股票，这样就会发现买的人很少，直至股票重新回到 10 元，甚至更低。

通过上述分析，我们可以知道：由于无法获利，理性的投资者在一开始就会做出不买入的决定，换句话说，就是理性的投资者之间的博弈是没有意义的。对市场观点的相对一致性是理性投资者的一个基本特征，这种特征的形成正是“看不见的手”在起作用。从 2004 年开始，沪深证券市场的一些股票，尤其是基金持有的股票，涨时不回调，跌时不反弹，其原因就在于此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幡动、风动和心动

2005－08－09

股票价格波动的三个因素

有一则流传很广的关于禅的小故事，说从前有一个老和尚看到两个人对着一面幡，面红耳赤争论不休。一个说幡在动，一个说不是幡在动而是风在动。老和尚却不以为然，他告诉他们，那是你们的心在动。套用这个故事也许可以更清楚地说明关于股票价格波动三个层面的因素。

对大股东而言，股票的价值更多地体现在资产价格及重置价格上，但流通股东却认为决定价格的是公司未来的现金流，就像是风在动而不是幡在动。流通股东认为资产的多少与公司利润没有很直接的关系。如果以资产的多少作为定价的依据，那么投资资产收益率高的股票一定会获得超额收益，但有效的市场是不会让系统性的超额收益出现的，因此与平均收益相一致的定价只能以未来的现金流作为基准。

但与幡不同，风是多变的，所以以未来的业绩为定价的基准，投资者实际上就是把自己放在了价格波动的火山口上。从统计规律看，平均不到10年，上市公司就会至少发生一次收购、重组、多元化投资及业务转型之类的改变，资产的类型发生了变化，盈利能力自然也会发生变化。但是所有的证券研究分析师并不会对此进行预测。尽管上市公司的PE大部分是大于10倍的，也就是说分析师对任何一个上市公司持续经营假设的年限至少是10年以上。这种假设犯错的概率很大，这是投资者仍可以从市场上获得超额收益的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响股价第三个层面的因素来自于每个投资者的行为。首先是投资者的心理，比如羊群效应、过度自信、赢利错觉等等，这方面的研究已经比较充分，每个希望从股市上挣钱的投资者都应该了解。其次是供需对价格的影响，比如国内 A 股市场钢铁股和煤炭股的供给很多，但如果通过配置的方式投资，那么市场对这些股票的需求将会少于供给，其结果是这两个行业的股票价格很可能会长期偏低。再比如全流通后必然会带来股票发行的市场化，市场化的股票发行会带来大量质地平庸股票的供给，而需求没有增加，因此这些股票的价格在全流通后可能会面临较大的压力。最后，投资理念及目标也会对股价产生重大影响，在 20 世纪末美国网络股流行时，资金大量涌向成长型基金，这推升了网络股股价，也使这类基金的表现更加出色，从而吸引更多的资金涌入。但从 2000 年起，成长型基金的表现已连续 5 年落后于价值型基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《大长今》与股市形象

2005－10－14

股市形象不对路，就不能吸引大量的资金

《大长今》讲述的是一个韩国女孩如何成长为朝鲜第一位女御医并复仇的故事，但由于其对膳食和中医的详细介绍，说它是科教片也不为过。有意思的是，吸引观众的正是这些膳食和医疗的故事和知识。该剧无疑是这两年最成功的韩剧。中国也曾拍过类似的叫《大宅门》的电视剧，主要是介绍同仁堂的故事，同样非常成功。播放当年，同仁堂的乌鸡白凤丸和同仁堂科技的六味地黄丸两大品种突然火爆，增长迅猛，股票投资者自然也收获不小。当然我们不能完全肯定这两件事有因果关系，虽然这两年同仁堂再没有其他的品种有那样的增长速度。

中国的历史和文化源远流长，其博大精深远非韩国所能比，但我们的影视作品似乎没有体现出这种吸引力。这就像同是参与性的娱乐节目，中央电视台“梦想中国”的影响力无法与地方台湖南卫视的“超级女声”相提并论。同样的还有股市，中国居民存款总额已超过13万亿，如果加上机构存款，总额超过25万亿；而我们的股市流通市值不足1万亿，总市值不足3万亿，但市场却总是战战兢兢，怕全流通，怕扩容，怕资金捉襟见肘，尽管更多股票对投资者而言意味着更多的挑选余地，其本身是一件好事（至2007年10月，中国股市的流通市值已达8.5万亿，总市值达29万亿，股市在社会中的形象也大为改观——编者注）。

这个现象表明，我们的股市形象不对路，不能吸引大量的资金。个中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原因有两点，首先是没有选择好正确的受众，其次我们没有采用有效的方法去打动他们。

首先，证券市场的壮大必须依赖可长期投资的资金，这些资金应主要是来自普通居民，其次是一些稳定资金的管理机构。而偏好风险的投机者由于其第一数量不大，第二偏好流动，所以不是使证券市场发展壮大的中坚力量。

第二，股市具备的特征应符合长线投资者的偏好。这意味着，股市的形象应是稳定的，如果市场表现出较高波动性，是不能吸引这些资金的，从而也是没有发展前途的。非常遗憾，目前的股市仍给大众传递着博弈、投机、暴利和崩盘的信息。其实从基金的主流投资看，尽管波动并不大，收益也不算高，但如果认真做每年收益超过7%的可能性非常大（*这两年以来，基金投资收益远远超过了7%的水平——编者注*）。

第三，从传播的内容看，我们股市的旧有符号主要是庄家，如吕梁、德隆，尽管现在它们已基本消失，但新的符号体系并没有建立。市场的舆论中心应出自以经济学、股票分析师、基金经理及企业家为代表的符号体系，而不是面向投机者的股评家。

最后，股市参与者的形象必须是诚信的，尤其是普通居民的资金一般由专门的机构如共同基金来管理，这些机构的诚信要求应是100%。无论多么严厉的媒体监督都不过分，而且一定会有助于这些机构如共同基金的发展，同样对于上市公司和公司的高级管理人员也是如此。没有诚信就没有普通老百姓的资金，同时也就一定没有中国股市的未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市与宇宙图像

2005－10－17

人们对待股市与对宇宙的认识有几分相似

“神六”上天对中国人来说是一件值得骄傲的事，它表明我国的航天技术进入世界领先水平，它也再次引起人们认识宇宙的好奇心。宇宙的图像到底是什么模样？科学家霍金写过《果壳中的宇宙》这样的畅销书，有相当多的人购买甚至阅读。但如果我告诉你，宇宙是一个有限而无边的三维空间，我想大多数人还是会感到费解。这种感觉是完全合理的，因为有限而无边的三维空间是人的感觉不能理解的。

人类对宇宙最早的系统认识，可能源自希腊哲学家亚里士多德。他认为地球是宇宙的中心，其他的星球都围绕着地球以圆形轨道旋转。为什么轨道是圆形，他并不知道，但他感觉应该是这样，而圆形是完美的。现在我们知道这是不正确的。我们还知道一千多年后哥白尼提出了日心说。他认为太阳是宇宙的中心，所有的星球围绕着太阳旋转，这个认识现在看来也同样是不正确的。大家对上述内容可能都已有所知，但如果大家认为这些知识就是现实宇宙的基本图像，那么本文就有继续说下去的必要了，因为真相与此相去甚远。

首先一个叫开普勒的物理学家通过对观测数据的分析发现，行星环绕太阳的轨迹是椭圆形而不是圆形的，但他并不能解释为什么是椭圆形而不是圆形。然后是牛顿。据说他由苹果从树上掉落获得灵感，发现任何物体之间都有引力存在，他用数学工具表述这个发现，得出的数学结论是轨道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须是椭圆形。这是个了不起的发现，他也因此成为可能是人类历史上最伟大的科学家。但故事并没有结束，因为在他的模型中，宇宙要么会膨胀，要么会因相互吸引而坍塌。但大多数人对此置之不理，因为大部分时候这个理论与现实吻合。

直到上个世纪，哈勃用他的望远镜发现，宇宙中任何星体之间，都越来越远。这是一个爆炸性的发现。一方面它表明，宇宙可能是从一点膨胀开来的；其次是宇宙没有中心，或者说宇宙中每一个星体可能都是宇宙的中心。因为只有在这种情况下，任何星体之间才会越来越远。这就像一个球面，当球面膨胀时，球面上任何两点间的距离都会越来越远，而且球面是有限而无边的。不同的是宇宙是三维而不是二维的，这意味着你如果在宇宙中沿直线向前飞，总有一天会回到出发的地方，就像在球面上绕一个圈又回到原地一样。

说这么长的故事，是因为人们对待股市与对宇宙的认识有几分相似。首先把握市场必须有明确的分析框架，如理念、过程和检验等，不能随意拍脑袋，追涨、杀跌、听消息；其次，任何规律都可能是暂时性的，过去对不能代表将来也对，对此要有足够清醒的认识。就像股改，开始时，人们怕扩容，认为是利空，但其后又被对价吸引，再后来又怕新老划断，重回谨慎；最后，当市场的运行与投资者的决策出现偏差时，错的只能是投资者。这个时候改变观念理解市场是唯一的出路，否则就意味着损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流行的三个元素

2006－03－13

让投资成为一种流行文化的三个要素

电影《无极》在国内有不错的票房，但却不被观众喜欢，而与《无极》同期上演的美国大片《金刚》则要好看得多。《金刚》是一部典型的好莱坞大片，导演是《指环王》的导演，他小时候就有一个梦想：要把这个20世纪30年代就拍过的关于美女与野兽的故事重新演绎一遍。虽然这部电影在国内的票房不如《无极》，但从观众的反应来看，导演应该是成功的。城市的白领男性会被电影中的冒险故事所吸引，善感的知识女性会被大猩猩朴素的感情感动得流泪，孩子们则不断地回味那只猩猩与三只恐龙的精彩搏斗。分析原因，这部大片像所有流行的好莱坞大片一样，拥有三个基本元素：一个曲折而浅薄的故事；一个让人难忘的主人公；一个用特技制造的奇幻场景。这三个元素通俗地说，就是好的基本面、典型代表和生动形式。与此相比，陈凯歌的《无极》，在故事和主人公这两个元素上显然是不能让观众满意的。

都说在中国有三件事最好不要做，第一是不要拍电影，第二是不要搞足球，第三是不要唱摇滚。想想这几年广大投资者投资股市的惨痛经历，加上第四件也不为过：那就是不要买股票。把这四件事放在一起也许有些轻率，不过就像上文所说的那样，流行的成功确实在于这三种元素的成功组合。比如足球如果要让大家喜欢，首先要有不错的战绩，至少可以经常打进世界杯；其次要有球星，像姚明那样家喻户晓的明星；最后要有精彩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的比赛，让大家回味良久。同样的还有股市，如果投资股票在中国能够成为一种流行文化，让人像现在有钱就存款一样地有钱就投资，也需要有三个条件：一是股市长期持续上升的记录；二是出现像巴菲特一样的财富英雄让人敬仰和学习；三是有阶段性的大牛市以及明星企业、明星股票的神奇表现。

宏观的股市投资如果流行，需要这三个元素，微观的股票也是这样。如果从 2003 年价值投资被接受开始分析，我们可以发现每年股市中都有流行的股票，基金经理们在 2004 年给这种现象起了一个名词叫“主题投资”。比如 2003 年流行“五朵金花”等周期类股票，2004 年流行煤、电、油、运等瓶颈行业股票，2005 年流行消费类股票。分析这些不同种类的股票流行的原因，我们可以看出上面所说的三个元素是辨别一个“投资主题”能否被市场接受的主要因素。

首先要有一个基本面的故事，比如 2003 年中国经济起飞进入新一轮高增长周期是人人都接受的一个基本面；在这个背景下，投资者发现了宝钢股份、扬子石化、长安汽车等周期类行业的龙头股；其次这些龙头股无论是业绩，还是股价都出现了井喷式的上涨。相反，科技股在这几年的中国股市中从来都没有成为一个成功流行的“投资主题”的重要原因，就与其缺乏自主创新的大背景，缺乏代表企业，缺乏普遍的业绩增长有很大关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毒蛇、老虎与山花

2006-06-03

风险和收益是证券市场的两个核心

当大盘在市场巨大的分歧面前终于停止了疯涨的脚步时，投资者关心的问题也会从大盘还会涨多少点变成市场回调会有多深，是买入还是杀跌？有股票的投资者担心股市继续下跌，心烦；没股票的投资者更烦，既怕股市反弹错过抄底的机会，又怕买了股票股价继续下跌。这就像一本关于投资的名著《一个股票作手的回忆录》中描述的那样，“欢乐的时光总是太少，因为永远有一个错误在远方等着你。”

有一则关于禅的故事。从前有一个和尚走山路，突然遇到老虎，于是他慌不择路跑到了山崖边。因为没路，所以他只好沿树藤往上爬，快到山崖顶的时候却发现有条毒蛇在那里。这个和尚不能上也不能下，可是坏事还没有到尽头，因为和尚突然发现还有一只田鼠正在啃那条树藤，眼看这条树藤就要被啃断了，怎么办？不过，故事的结局并不是和尚安然出逃或落入虎蛇之口，而是他发现他的身旁有一朵非常动人的山花，一朵以前没有察觉却一直存在的山花，于是和尚沉浸在对山花的欣赏之中。

禅的故事，每个人都会有自己的解读，不同的经历也会有不同的感悟，股市的投资者也不例外。对股市的投资者而言，风险和收益是市场的两个核心，彼得·林奇在他的畅销书中对此作过形象的描述。他说在《巴伦周刊》的年度会议上，总有许多人对未来忧心忡忡，比如世界大战将要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爆发或臭氧层正在减少，可他总是满仓，因为股市总是要涨的。现在看来这种担忧仍未减少，比如伊朗核问题、美国双赤字、中国宏观调控、股市涨得太疯等。这就像毒蛇或老虎一样让投资者进退无据，或像那只田鼠撕咬着投资者最后的救命稻草。所以，风险就像空气一样无所不在，无法回避。

回忆 2005 年股改开始时，市场因担忧新老划断而暴跌，但 2006 年当市场真的开始再融资时，市场对拟增发的个股却报以涨停。如果理性分析得出股改有利投资的观点，则很难逃过 2005 年的大跌；而如果因此担忧股市下跌则更是个错误，因为 2006 年股市前 5 个月的上涨可能是近 3 年来股市收益的一次集中兑现。

通过这个故事，我们可以得出这样的结论：未来是不确定的，投资者必须接受这个事实，回避这种不确定性一定会减少投资者的收益；另一方面，就像上文的那朵山花，只要企业赢利上升，投资者的收益就会是非常明确的，中国股市近几年的表现已对此做了明晰的注脚，所以收益就像圣经所言“求之则得，叩之则开”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场永远是对的

2006－07－10

如果大多数投资者都认同存在“一个牛市”，那么这个“牛市”是否真的存在其实并不重要，市场会自动寻找股票上涨的理由

2006年世界杯结束后，全球股市终于开始反弹，我们不知道这是否是因为“世界杯效应”的结束还是其他的原因，比如朝鲜的导弹让油价、金价再次升空。反正在之前两周买入股票的投资者现在可能又有不少收获了。这就像黄健翔对意大利令人吃惊的解说，虽然批评和压力如洪水滔滔，他那段著名的解说词已经成为当月最流行的手机下载铃声，并演化出各种不同的版本乃至股市版，但其后意大利和格罗索的表现也证明了他的专业能力。这种能力同超女们如张靓颖的评球专栏所表现出的能力还是有相当大的差异。

同样，对股市而言，相信什么理念或持有什么观点并不是第一位的，盈利才是第一位的。在2006年6、7月时，以价值投资的理念去投资其实已经不是最有效的了，不过市场一定会在将来的某个时候以盈利或亏损的结果来纠正，只是我们不知道会在什么时候以什么方式发生。

类似的故事还有2005年一个营销策划者关于李宇春、周笔畅和张靓颖最终谁将赢得冠军的预测：营销策划者认为李宇春走中性的另类路线，在市场中不可能成为持续的主流，而且随着年龄的增长，其市场应越来越小，所以只能获得季军；张靓颖无论从唱功、外貌还是其贫苦的出身所体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现的奋斗精神，都是一个应该获得冠军的完美人选；而周笔畅输在没有突出的优势，却赢在可塑性强，可以发展的领域较多，所以做亚军比较合适。当然，我们知道最终的结果与他的预测大相径庭，他无法解释这个结果，最后只能得出一个避重就轻的结论：可能是他老了，而投票的人都是“80 年代后”的人，所以他的预测出现重大偏差。其实最直接的原因是投票的人并没有按他的逻辑来决定该投谁的票，所以尽管他的分析无懈可击，但结果仍惨不忍睹。

以绝对估值的逻辑来分析市场可能也是这样，因为更符合市场运行规律的逻辑可能是另一种理念：股票的估值是相对的，这个估值更容易受投资者心理的影响。如果大多数投资者都认同存在“一个牛市”，那么这个“牛市”是否真的存在其实并不重要，市场会自动寻找股票上涨的理由。比如全流通在 2005 年熊市时是一个巨大的心理压力，而在 2006 年牛市时则成了上涨的重要动力。探讨这些因素对上市公司的影响是否真的足够大，至少短期内是没有意义的，而股票的估值至少在短期内也不会取决于所谓价值投资的绝对估值。

市场永远是对的。投资者是否应该为了盈利而改变自己，没有人知道。毕竟投资是一门艺术。巴菲特从 1966 年开始就认为股市已经偏贵，但直到 1969 年他才解散了他的基金，而神奇的是到了 1969 年美国股市真的出现了大幅调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沙僧、八戒和悟空

2006－07－17

在股市生态中，也有类似的沙僧、八戒和悟空



《西游记》是中国的四大名著之一，其主人公沙僧、八戒和悟空几乎每个中国人都非常熟悉，虽然这几个人物是虚构的，但是现实生活中大家却经常能将他们对号入座。比如沙僧就是一个普通基层员工，能力不强，也没什么进取心；而八戒则不同，他虽然能力不足，而且怕吃苦，但他懂得与人相处，也有进取心，有时为了达到目标难免会用一些歪招；悟空则明显是一个能力很强的业务骨干，缺点是不大与人合作，大局观也不强。所以作为领导的唐僧最喜欢的是八戒，最倚重的是悟空，最放心的是沙僧。

在股市生态中，也有类似的三类参与者。第一类属于沙僧型，特点是没有经验，容易被别人欺骗，比如一些对股市不熟悉的新股民；第二类是八戒型，这类参与者的特点是为了在短期内获得超额收益，往往采用一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不正当手段，比如一些不法庄家或欺诈投资者的上市公司；最后一种是悟空型的理性投资者，他们希望通过投资来获取合理的收益。

上述总结只是非常简单的一种假设，现实中的参与者可能是两种或三种类型兼而有之。这三类参与者虽然同处股市，但他们之间的互动却有着不同的结局。如果沙僧遇到八戒，那么沙僧的收益最低为负，八戒的收益最高；如果八戒遇到八戒，那么他们都没有收益；而悟空总是希望获得一个合理的收益，所以无论悟空与沙僧还是与悟空在一起，都将获得合理的收益，虽然这种收益没有八戒遇到沙僧时的收益高；不过如果悟空不幸遇到了八戒，悟空会与沙僧一样获得最低的收益，八戒获得最高收益；但悟空毕竟与沙僧不同，他有识别能力。如果他发现对方是八戒后，他要么会选择远离，要么会在以后再次遇到时以其人之道还治其身。

从上述逻辑出发分析国内的股市，我们可以发现一些有趣的现象：首先，如果股市中有足够多的沙僧，那么收益最高的是八戒。而且八戒数量越多，悟空遇到八戒的次数也越多，其收益也会越低。所以在一个大量新股民进入的牛市中，理性投资者的收益很可能是不高的。其次，随着八戒超额赢利，其数量会越来越多，但物极必反，当沙僧被八戒消耗殆尽时，八戒的收益会迅速下降，而悟空通过不断地识别，并远离八戒，其收益会稳步上升。最后，当市场中只剩下八戒和悟空时，八戒的收益为零，而悟空会获得合理收益。这时候一般是熊市，我们会发现市场出现割裂，八戒和八戒在一起，悟空和悟空在一起。

这一点很容易让人想起前两年基金的“抱团取暖”。虽然我们不知道这种行为是否可以长久维持，但至少在本轮牛市来临时，这批股票没有让投资者显著亏损，其中还有相当数量的股票反而让投资者继续获得不菲的收益，如品牌消费类股票。股市就是在这样的循环中周而复始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市消费者

2006－07－24

在中国，有相当数量的股市参与者其实是股市的消费者，而不是投资者

如今中国人消费得越来越多，不过很多投资者都知道，让巴菲特消费是一件困难的事，他总是会用复利的数据来计算：比如年收益率能达到28%的话，现在消费1万元，20年之后因此而减少的资产就会是现在消费金额的256倍。所以，消费与投资对个人财富的不同影响是显而易见的，这一点对买卖股票来说同样如此。

对赌博、投机和投资这三种行为，经济学教科书做出了比较有意思的解释。赌博的特点有三个：一是时间短，像掷骰子比大小，1秒钟就可以完成；二是投入与回报之间没有基本面的逻辑关系；最后，赌博是一种消费，其费用是赌注，其所得是可能赢钱的巨大心理快乐。而投资的特点也有三个：首先是时间长，一般在1年以上；其次是投入需经过详细的基本面研究；最后，投资是可以获得初始投资额的复利增长回报的。投机则无论从时间、决策还是回报上来看，正好都处于这两者之间。由于国内投机者较少有成熟的套利技术，所以也大都可以归为第一类，也就是说，在中国有相当数量的股市参与者其实是股市的消费者而不是投资者。而国内股市不同参与者的收益差异显著大于国外成熟股市，也正好与此吻合。

权证是股市消费者最理想的场所。股权分置改革初期，上市公司以权证的方式来支付对价，这种方式从投资的角度看，收益是不大的，但事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却与此有巨大出入——认购权证与认沽权证双双涨停的事例时有发生。虽然大多数投资者会在权证上市的前几天抛出，但权证市场低手续费和T+0交易的特点显示出这是一个良好的博弈场所，股市消费者的费用正好成了权证发行人（比如证券公司）或一级市场持有者（比如基金）的收益。这种费用比起购买福利彩票的费用应该还是很有优势的，因此参与者络绎不绝是很容易理解的。而有些基金投资要发行权证的上市公司的投资策略，也是有道理的。

新股是股市消费者理想的另一个场所。据调查，美国新股上市第一天的买入者中，有超过13%以投机为目的。在中国，这个比例也许不会低于80%。而统计数据告诉我们，2006年以前，国内投资者如果在新股上市的第一天买入新股并持有，那么至少有超过半数的投资者到现在还是亏损的。不过这个数据并不妨碍在全流通之后的中国股市，新股仍几乎一定会以令上市首日买入的投资者（在某个时段）亏损的价格上市。虽然理性地分析，第一天买入股票亏损的概率很大，但如果从消费的角度看，其费用可能比权证还是要小一些。如果前者是博弈中的买大小，那买新股就类似博弈中的老虎机，收益不算大，费用也不高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市需要传奇

2006－09－11

这是一个关于网坛传奇人物阿加西的小故事：14年前，还是一个莽撞青年的阿加西，突然被电视屏幕里刚赢球的格拉芙所吸引，决定要认识这个7年后成为他妻子的网坛偶像，但格拉芙拒绝了他。不过，这并不能让阿加西放弃，因为他还有最后一种选择，那就是赢得温网冠军，而温网的惯例是赛后将安排男、女冠军参加舞会。阿加西终于赢得了他人生中的第一个大满贯，格拉芙当时更是一枝独秀，故事似乎将进入高潮，可遗憾的是冠军舞会被取消了，所以阿加西不得不再等待6年才有下一次机会。要以比赛成绩而言，阿加西也许比不上与他同期的桑普拉斯或后来如日中天的费得勒，但如果要说对网球的影响，要论吸引大家喜欢网球运动的人，阿加西却要强得多。很多年之后，人们仍有可能记得这个网坛的传奇人物，因为他的大起大落、他的不断追求、他天下第一的接球技术，当然更因为他的明星妻子。

也许是人的天性，传奇的故事总是容易让人们记住并传播。比如希腊远古的历史就是记录在一本叫《荷马史诗》的传奇里，好莱坞现在仍会花费巨资拍摄关于特洛伊与海伦的神话。仔细想想，只要有比赛就会有人得冠军，所以冠军可能并不稀缺，比赛结束的时候也差不多就是人们把冠军忘记的时候。但如果一个人不仅能赢得冠军，还能让大家津津乐道，久久不能忘怀，则说明这里有一段传奇的故事。

从结构上看，传奇一般具备以下几个特点：一是成就足够大；二是过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程足够曲折；三是内容足够丰富；四是时间足够长。无论哪个行业，其发展的过程中都会出现传奇的人物和故事，而这些传奇的影响也会大大超越其成就本身。比如大家都知道 HP 和那间车库的故事，而美国人也更愿意相信，他们代表着硅谷的兴起。

在管理学关于企业文化的章节里，你会读到传奇人物和故事对于形成公司价值观重要性的详细论述，比如松下幸之助对于松下，盛田昭夫对于索尼。富达是美国最大的基金管理公司，阅读彼得·林奇写的书，我们很容易发现富达塑造他成为公募基金业传奇的努力。投资理念向大众的传播也同样需要传奇。巴菲特作为世界上最有钱的投资家，其意义并不在于财富本身，而在于他通过遵循一些简单的原则，并始终坚持这些原则，从而获得巨大的财富。从某种角度看，正是由于他的存在，才使得价值投资如此深入人心。

投资在中国的历史并不长，中国居民的存款总额虽已达十几万亿，但国内股市的流通市值却只有一万多亿（至 2007 年 10 月，流通市值已达 8 万多亿——编者注），这说明中国人虽然有很强的不安全感，却仍没有普遍地接受投资的理念。从经济发展的规律看，中国居民金融资产中的股票投资比重一定会大幅上升，而这个过程中很可能会出现我们自己的传奇，只是现在时间还不够长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洛克菲勒和他的孙子

2005－06－02

A股流通股股东博弈的主要对手是上市公司和大股东，而不是流通股东

2005年6月初，某公司管理层再一次否决了转债持有人关于转债强制回购的方案，使此前投资者希望公司能按转债条款约定，以7%的利率回购转债的希望又一次落空了。这个结局毫不出人意料：两年前茂炼转债就有类似的情况。当流通股股东与大股东的利益发生冲突时，大股东往往是最后的决定者。

美国有个石油大王叫洛克菲勒，有一次他与孙子小洛克菲勒一起，小洛克菲勒正在学走路，还走不稳。洛克菲勒在远处张开双臂示意小洛克菲勒走过来，小洛克菲勒摇晃着走过去，希望爷爷在对面扶住自己，但老洛克菲勒却突然撤回双手，任由小洛克菲勒摔倒。老洛克菲勒后来对其他人说，我是希望他能知道，这个世界上别人是靠不住的，只能靠自己。也许这是后人编出来的一个小故事，但国内的A股流通股股东，用比较贵的价格购买股票，并且不加选择。到头来发现上市公司最关心的是融资，大股东最关心的是资本增值，亏损只能由流通股股东自己扛，没有人靠得住。即使解决股权分置有30%的补偿，A股的投资收益率仍然是非常低的。面对下跌的股市，很多股民提出需要平准基金入市，其实除了股民自己，谁也不是救世主。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们都知道，流通股股东只能用脚投票表达意见，在表达同意时，投资者会买入；表达不同意见时，则是卖出。往往流通股股东在表达对上市公司或大股东的不满时，流通股股东可能已经在亏损了，但是上市公司却仍然可以完全不考虑流通股股东的意见。流通股股东必须在这样的环境下赢利，这可以说是全球的投资者都面临的困境。但成熟市场的投资者较好地应对了这个困境并使自己持续获得收益，而从现在看来 A 股投资者可能还没能找到一个很好的办法，因为我们的股市不挣钱。

探究原因，笔者认为是我们走错了方向，没有像成熟的市场一样，通过制度安排及股票的定价来与大股东或上市公司管理层博弈，使上市公司为流通股股东谋利；我们选择了另一条路，投资者之间的博弈和投机。打个比喻，前者相当于是在做大蛋糕，后者则是在投资者之间分蛋糕。如果蛋糕越来越小，每个人分到的蛋糕一定更小。只有前者为主流，后者为补充，市场才能健康地发展。因此可以说，A 股流通股股东这些年来最大的错误是没有认清楚自己的地位，没有认清楚博弈的主要对手是上市公司和大股东，而不是流通股股东。当流通股股东像螳螂捕蝉一样互相博弈、自相残杀时，一些上市公司和大股东就像是一只黄雀悄悄地站在了背后，成为最大的受益者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱锺书的比喻

2005－08－02

拥有生蛋的鸡还是鸡蛋？不同股东之间的投资目的是不一样的

进入第二批股份制改革的企业有42家之多，而且包括宝钢股份、长江电力这两个目前最具代表性和可操作性的大盘股。解决股权分置将使所有股票最能实现全流通，这是大股东与一般流通股东追求共同利益的基础。不过国资委已经明确表态，国有企业有控股的最低下限，这一方面减少了市场对扩容的担忧，另一方面也说明全流通并不是国有股最重要的选项，这对一般流通股东而言意味着什么呢？

清华大学上个世纪的高才生钱锺书是一个知名度很高的国学大师，据说当他本科毕业时清华中文系已经没有哪个老师敢做他的导师了，所以他的最高学历只是本科。读过他《管锥篇》的人比读过他的小说《围城》的人要少许多，但《管锥篇》才是他国学功力之所在。因为小说的缘故，钱锺书不小心成了流行文化的一分子。读者总是爱屋及乌，喜欢一部小说就总是会顺带关心作者，但他可能对此不以为然，还打比喻说，如果你喜欢吃鸡蛋，何必要问生鸡蛋的鸡长得什么样。

说这个故事，是想说明对于控股股东这样的大股东比如国资委，他们投资的目的是为了获取企业的价值，用上面的例子来说就是要拥有生蛋的鸡；但对于普通流通股东而言，投资的目的只是为了回报或者说是挣钱，而挣钱的具体形式是股票价差收益加分红，也即说他们就是要获取鸡蛋而不是鸡。因为普通流通股东不会对企业的经营产生影响，也不能指望当公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司出现困难时，普通流通股东会和大股东一样忍受股价下跌带来的损失，努力改善经营。普通流通股东在这种时候一般会选择抛售，造成股价大大低于合理价格，比如中兴通讯曾经出现的股价轮回。所以虽然说企业的价值是流通股东回报的基础，但这两者是不能简单地划等号的。

纯粹的价值投资从本质上说是控股股东采用的投资方法，对于普通流通股投资者尤其是偏重短期的投资者来说，这种方法并不完全适用。股票市场的估值以净现金流折现作为理论基础也是这个道理，这与以鸡蛋的数量和质量作为估值的基础一样。对于一些不生蛋的鸡，尽管可能是一只金鸡，对控股股东而言非常有价值，但对流通股东而言则是很难有回报的。典型的例子是那种所谓有隐含资产的公司，比如一个公司有隐含资产，可以值每股 10 元钱，但如果从财务状况和分红而言只值 5 元钱，那么流通股东如果以 10 元定价就会发现，除非上市公司把隐含资产变现，否则自己没有办法获得收益，从回报角度来说该股票只有 5 元价格的水平，所以当市场气氛不乐观的时候，股价很可能会跌回到 5 元甚至更低（2007 年以来市场中的这种现象已发生改观，有不少上市公司的大股东开始热衷于将隐含资产注入到上市公司——编者注）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信任的故事

2006－02－04

股东之间的信任不是不能建立的

10 年前我还在上学的时候，一个秃顶的香港教授给我们做过一个关于会计信息的专题讲座。他首先讲了一个故事，大意是说有一男一女两个学生，同窗数载，互有好感，但却从未向对方表白过。其他同学也都看出这一点，就鼓动那个男生采取实际行动，这个男生终于决定要向女生表白。那晚，晚自习结束后，男生约女生散步，女生也隐约感到会有什么事情发生，所以他们一直向没有人的地方走去。终于，男生停下来对女生说："有件事想告诉你。"这时那个秃顶的教授停下来，看着我们说，这个男生如果想让女生相信，自己对她的感情是真的，他会怎么做？我们猜了很多种答案，教授都不是很满意。最后教授给出了他自己的答案，教授说这个男生可能并不富有，所以男生告诉女生自己用所有的钱买了一枚钻戒，现在要把这枚钻戒送给她。如果这个男生要欺骗女生，他的损失就非常大，所以女生可以相信他。

也许大家都明白，这个故事的主题并不是关于爱情而是关于信任的，它至少告诉我们两件事：一是信任其实不是很容易建立的，就像沪深股市发展了这么多年，我们既可以痛下决心进行股权分置改革，也可以制定完善的制度和法规，但是没有人可以让大股东和小股东之间、让公司管理层和公司股东之间、让老百姓和基金管理人之间在一夜之间建立起信任关系。而如果缺少这种信任，沪深股市就不可能有好的发展，比如 2006 年初

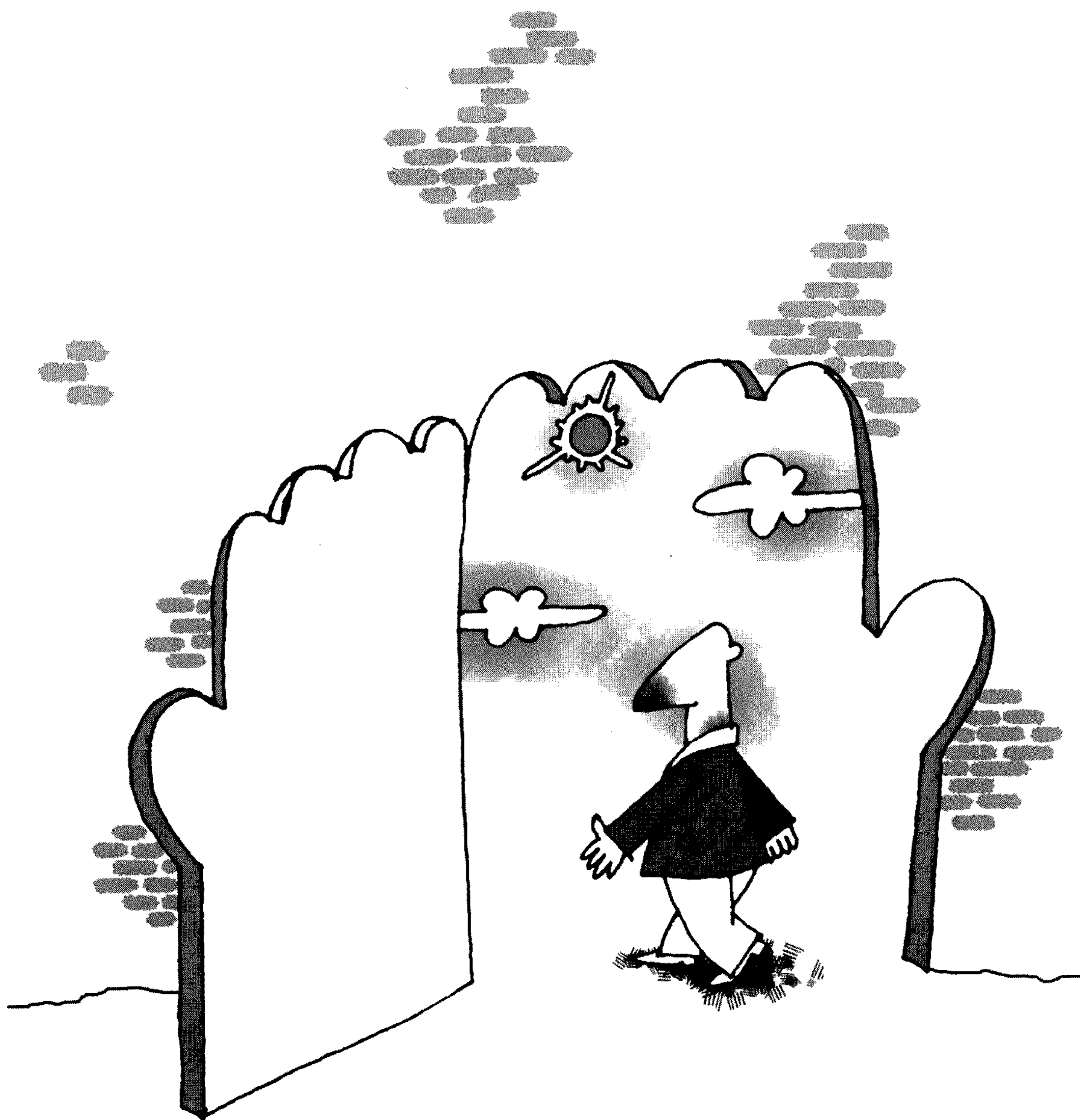
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的市场估值已比较合理，投资价值远大于债券，但要让老百姓将存款变成基金却仍比较艰难。从这个方面看，股改的核心肯定不是“对价”。因为如果通过股改运作，A股市场能建立起基于信任的游戏规则，投资者因此而获得的收益肯定要比“对价”高得多。

这个故事还告诉我们，信任不是靠说说就可以获得的，投资者尤其是小股东天生处于劣势，即使是基金这样的机构投资者相对于上市公司及大股东而言也处于弱势的地位，这个状况其实即使在全流通之后也不会得到根本改变。所以形象地说，流通股东买了股票就只能像中国的一句老话说的，“嫁鸡随鸡，嫁狗随狗”，只能寄希望于该公司管理层和所有员工能好好工作，使公司有好的发展。

但上面这则故事也同样告诉我们一个道理，人与人之间的信任也不是不能建立的。在“理性经济人”的假设基础上，理性的设计机制可以让信任建立起来，这就是为什么股权激励、限制性股票及全流通是股市健康发展的必要条件。从这一点看，如果相关部门或大股东在股改时一味提出低于市场预期的“对价”方案，也就非常不利于建立市场共识和信任；而如果没有这种信任关系，长期来看没有一方会成为赢家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 为什么说投资是一定可以赢利的

（漫谈投资观念和原则）

投资是一种生活方式

2006-06-26

半年前股市行情还不太火的时候，晚上不定期地看一集或半集《武林外传》是一件比较开心的事，虽然我们这一代人无比熟悉金庸的每本武侠小说，知道关于“侠之大者，为国为民”这样经典的“侠”之定义，但编剧宁财神，这个20世纪70年代出生的作者对此却有另一种完全不同的解读。比如剧中正派人物的招牌武功“葵花点穴手”可能出自《笑傲江湖》中让东方不败变性的邪门功夫“葵花宝典”，而剧中人物对所有正义或不正义的事也都不像经典武侠小说中大“侠”所表现的那样认真。这就像我们看迪斯尼创作的米老鼠，虽然从意识形态上看，它是美国文化的侵略，但全世界的儿童和成人都喜欢它，因为它能给人们带来快乐，而其实人的快乐是可以非常简单的，比如儿童就非常容易快乐，他们快乐的原因也肯定不在于有很多物质上或精神上的供给。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一点与证券市场的投资是比较相似的，证券市场的本原是投资的场所，而投资的结果从总体上说必须是赢利的，否则就没有人会投资。这是一个简单的逻辑，就像人活着应该追求快乐，投资的目的也在于赢利。但问题在于投资者面对每天股市的波动，快速传播的消息，不由自主地会沉迷于市场所提供的流动性，把买卖当成了重点，这就像生活中会有许多人禁不住追求生活的复杂，而忘记了快乐可以很简单地获得。

投资一定是可以获利的，投资的原则也是比较简单的，这就是我为什么开始在《上海证券报》写文章的一个重要原因，但直接的原因却是一年多前我第一次与编辑张勇军的见面。那次见面时我对她说，证券市场主要是用来投资的而不是用来炒作的，投资的原则其实可以是非常简单的。一则流传的笑话中，爱因斯坦说，智商在 120 以上可以谈论物理，智商在 100 左右可以谈谈文学，而智商低于 80 则只能谈股票了。但无论如何，证券市场一定要让大多数的投资者长期赢利，否则是不可能存在的。所以，随着时间推移，持续的赚钱会让越来越多的人会相信长期而言投资一定可以赢利这个事实，而我们这些基金的从业人员，最大的梦想也在于随着这一天的到来，投资成为人们的一种生活方式。

“你为什么不写出来？如果你认为投资可以成为人们的一种生活方式，你可以试着在我们报纸上开一个专栏。”这句话就是那一次见面的结果。而我对此却有些发怵。可以吗？每周都写，肚里哪有那么多墨水？她说，“没有尝试怎么知道不行？”这又是一个很简单的道理，于是我第一次开始定期给报纸写文章了。写什么道理也许不重要，能从中获得乐趣就很不错了，这就像《武林外传》里的那些故事，情节也许并不是重点，能让大家记住的可能首先是观看时的快乐。而我也惊讶自己竟坚持了蛮久，看来这还得拜托上证报的催稿，使写作也成了一种生活方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资是稀缺的权利

2007－01－22

只有给出一个让别人心动的价格，才能获得稀缺的投资权利

十几年前看过一场电影《桃色交易》，主演是戴米·摩尔，在几年前的大片《霹雳娇娃》中曾复出但并不成功。1980年后出生的一代人对那部电影可能并不是很熟悉。情节很简单，主要是讲女主角和一个建筑师相爱，而一个富翁垂青女主角，出价一百万美元共度良宵，于是这两个年轻人的生活从此不再平静。爱情可能是无价的，也可能是有价的，但庸俗的资本市场却总是想给一切定出精确的交易价格，如果你不能拥有，原因可能只是因为你的出价不够。

投资股票长期而言一定是可以赢利的，这个本质特征即使是在中国这样一个年轻的股市，也在过去几年内迅速获得大众的认同，而基于价值投资理念的财富神话也随着股市的上涨越来越多地展现给人们。但目前中国股市有两个相互冲突的特质，让所有投资者陷入矛盾之中。第一个特质是中国的经济确实处于起飞之中，到目前为止我们还看不到这种起飞停止的迹象，而且这一轮的经济起飞还伴随着企业利润的大幅上升。比如中国规模以上工业企业以2001年为基准，5年内利润增长已经超过4倍，所以如果当年的股市估值合理，这5年股市的总体收益达到4倍是理所应当的。我们很难找到在将来相当长一段时间内企业利润停止增长的证据，所以投资仍将能获得不菲的收益。第二个特质是中国经济总体上的不均衡，储蓄远大于消费，无论是居民还是机构都拥有大量的存款。中国股市2006年四

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

季度上涨了1000多点，储蓄也不过少增2000亿元，是国内存款总额28万亿元的1/140。所以当越来越多的老百姓希望把存款转化为股市投资时，国内股市20000多亿的流通市值就肯定是杯水车薪了，唯一的结论是不可能让所有的资金进入已经非常拥挤的股市（至2007年10月，中国股市场流通市值已达8.5万亿，越来越多的百姓将存款转成了股票或基金投资。——编者注）。

既然收益相对确定，那么阻止更多资金进入股市的手段能是什么呢？不可能通过让政府给所有居民分发投资券的方法来达到这个目的，唯一的手段看来只能是投资风险。就像《桃色交易》里的那个富翁，只有出一个让别人心动的价格，才能获得稀缺的投资权力。所以中国股市可能不可避免地走向溢价，把垃圾股当业绩改善股投资；把周期类股当成长股投资，把成长股当作战略性投资，永远不卖。这样的出价获得了在股市投资的权利，只要经济增长不变，企业赢利仍然增长，投资获利的可能性就仍会很大，但投资者也将面对更大的风险。就像灰姑娘的故事，午夜12点一到，音乐就会中止，舞会也随之结束，美丽的舞者将变回原形。问题是，可能没有人知道那会发生在什么时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学会正确地买入

2005－08－25

像小李飞刀一样成为活着从铁屋子中走出的人

古龙，相信每个喜欢武侠小说的人都不陌生，据说他酗酒，常预支稿费买酒，终日不归家，后因肝病而英年早逝。他的成名作当属《多情剑客无情剑》，主人公李寻欢被最信任的朋友欺骗，并失去爱人，但他拥有致命的武器“小李飞刀”。小说中有位比他武功更高的敌人上官金虹，最后的高潮就是这两大高手在一间密封的铁屋子里决斗。没有人知道决斗的过程，只是知道上官金虹的武功更高，但他多次放弃了一击致命的机会，只是想亲眼见识一下传说中的“小李飞刀，例不虚发”，最后李寻欢终于在最有把握的时刻掷出了“小李飞刀”，成为活着从铁屋子中走出来的人。

李寻欢自知一定打不过上官金虹，但如果他因此而在没有把握的时刻掷出飞刀，那么最后走出铁屋子的人一定是上官金虹。这种博弈的格局对于打算在股市上买股票的人来说也十分有借鉴意义。流通股东的唯一武器就是有钱可以投资股票，所以如果股票的价格很高，或任何上市公司想要钱，流通股东都乖乖地送上，那么流通股东就没有了任何自我保护的能力，想要挣钱就只能听命于上市公司。本文就谈谈作为价值投资买入股票的原则。

首先股票的价格一定要足够低，就像李寻欢宁可被打败也不在没有把握的时候发出飞刀。较低的股票价格对流通股东非常有利，一是未来收益高，二是上市公司有被收购的压力，因而会努力提高经营以提升股价。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此流通股东如果抱着宁可不挣钱也不乱买股票的心态，那么投资收益水平一定会提高很多。据说巴菲特可以为了好的价格等上几年才去买一只股票。但同时，在股价足够低的时候一定要果断买入，就像小李飞刀一样，因为这样的机会稍纵即逝，这是挣钱的最佳时机。

其次要有预期收益，这主要是指寻找投资目标。彼得·林奇在他的畅销书中说，在选择投资目标时，他会先小批量地买一批股票，再从中观察、筛选有上涨潜能的股票追加投资。发现投资目标一般有两个角度，一是宏观的，主要是国别市场，比如 2003 年在香港，只要买指数，那么收益一定不差；前两年买内地的基金，平均而言收益并不理想，虽然基金的收益要明显强过大盘，这主要是因为以前 A 股市场一直在跌。第二个角度是从微观出发，通过对基本面的深入研究，寻找有绝对价值的个股。这两年表现较好的基金主要都是从这个角度来寻找股票的。

这两个原则知易行难，但就像彼得·林奇建议的那样，在买股票前先做一个两分钟冥想：价格是否合适，收益预期是否明确。因技术图形而做出买入决定，胜算概率大都低于 50%。而对于投资者而言，学会挣钱的第一步是学会不亏钱，学会不亏钱的核心是学会正确地买入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要有足够的良好过往记录

2005－12－16

大学时曾有一件往事，让我一直无法忘怀。一天，有个自称同乡的陌生人来找我，说是浙江美院读装饰艺术的，想认识老乡。我将信将疑。在交往中仔细观察，发现他不像是正在读书的学生，于是我告诉他，说我怀疑他，发现他有很多疑点，他说的许多话也与事实不符。他一直沉默地听，没有辩解，然后坦率地承认我说的没错，他没有对我完全说真话，他想认识我另有原因，他其实想认识另一个女生，我中学的一个学妹。说着，他拿出一张纸条，我浏览了一下，应该是情书。他说他喜欢那个女生，希望我能帮助他，于是我相信了他。然后，走的时候，他借走了我的自行车，我那时几乎唯一的资产。后来我再也没有见过他，我去浙江美院，发现没有装饰艺术这个专业，我问过那个女生，发现这个人也曾向她借了钱。这件往事我一直难忘，它告诉我：一定要关注过往记录，如果有人骗过你，那么他下次很可能还会骗你。

网上有一篇预言华尔街十大趋势的文章，其中一个趋势是全球的股票基金经理这几年日子不好过，而固定收益基金经理则不时得到升迁和涨薪。原因当然是近五年来，股市的回报低于债市。国内的情况也好不了多少，比如股票型基金发行规模只有短债基金的1/10。也许有一天，股票型基金会再次出现申购高潮，但在此之前股票型基金必须要有一个长期良好的盈利记录。因为，在投资中，人们总是用过往的记录来判断未来，而有不良的过往记录则可能会遭到投资者的歧视，尽管这种歧视有时是错误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。但从概率上看，如果经过足够的时间没有显著的变化，过去不良记录再次发生的概率比较大。比如 UBS 的研究报告显示，过去 10 年间亚洲股市管治水平不佳的企业，其回报也同样不佳，投资者愿意给管治良好的企业的溢价近 30% 以上。巴菲特在决定是否投资时也是如此，他需要了解企业过往 4 年的记录，所以他从没投资过科技类热门股，反而到这两年才开始投资微软，这一方面是因为他不了解科技类股票，另一方面则由于这类创新企业没有足够长的良好的过往盈利记录，如 Google。

沪深股市中失败的投资几乎每年都有，如 2004 年的南方汇通，但成功的神话却凤毛麟角，这实际上是目前中国股市的一个过往记录。对于企业价值的判断和预测，至少有三个层面会给投资者传递错误的信息：一是企业本身做假，比如当年的银广夏；其次是企业本身没有经验，过度自信，结果投资者与企业一起遭受损失，如东阿阿胶；最后是一些研究员判断失误，或其他利益机构误导，如汽车类股票。但无论哪个因素，投资者只要关注企业过往的记录，许多错误是可以避免的。现在，市场热炒的一些股票如天威保变，也是一些没有过往成功记录的企业，其结果如何？我们可以拭目以待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资中的王道和霸道

2006－06－12

王道尊重客观规律追求共赢，
霸道以自我为中心，只顾自己的利益

2006年的世界杯开幕了，所有球迷度过了节日般的6月。不过对于股民来说，可能就没有这么幸运了，因为中国股市在世界杯开幕的前3天突然改变了向上趋势，3日内累计下跌了约130点，应验了每逢世界杯股市就下跌的规律。而对香港股民来说也许“丁蟹效应”更为可怕。因为从统计数据看，自1992年郑少秋主演《大时代》的丁蟹开始，每逢他主演的剧集开播，香港股市必遭下跌，好不容易到2006年4月，他主演的《潮爆大状》开播，香港股市第一次没有下跌反而升至5年内的新高，郑少秋也长舒一口气，大有咸鱼翻身的快感。但3个星期过后，包括香港股市在内的全球股市在美国加息和经济增长减速的预期下，全部开始暴跌，真是天命难逃，难怪郑少秋被封为“股神”。

国内股市对这些唯心的效应并不在意，各种牛市的宣言仍响彻市场的每一个角落。鲜有研究员分析，如果美国乃至全球的经济低迷，中国的经济是否还会独善其身？也很少有人思考，虽然日本和台湾股市在升值期间出现大涨，但随后又出现大跌，几乎回到了起点，这表明上涨是一个错误或泡沫，那我们为什么要重复这个错误或泡沫呢？这使人想到郑少秋主演的连续剧《楚汉骄雄》，这倒不是因为电视剧上演的当天香港股市大跌197点，而是刘邦和项羽这两个历史人物的差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项羽虽然骁勇，个人魅力十足，但他看不清历史向封建社会发展的大势，逆势而行。他不仅不顾同盟者的利益，还残暴坑杀秦军降卒四十万。张良向刘邦献计，怂恿项羽称霸，这是其走向失败主要原因。反观刘邦，虽然不能力敌万军，但他集聚了张良、韩信和萧何这样基本面优秀的人才，他不仅尊重历史发展的规律，还保护跟随者的利益。用中国历史的经验来总结，这就是行“王道”。“王道”和“霸道”，虽然都有良好的基本面，但不同点在于前者尊重客观规律追求共赢，而后者以自我为中心，只顾自己的利益。

投资也有王道和霸道之分。投资王道主要以价值投资为依据；投资行为以长期持有为特征；投资结果上追求共赢。投资霸道则与此不同，往往以主观的意愿为依据，比如大牛市或大熊市，至于这个意愿是否已得到验证则并不关心；投资行为上，会依赖资金或信息优势以图控制股价；投资结果上则更多地表现为零和或负和的博弈。还有许多投资者对牛市的结论只是建立在还没有发生的定性分析之上，比如资产注入或股改后的治理结构改善；而太多的投资者其实只是希望股市快速上涨，以便从中赢利，至于将来股市如果下跌了，那就让别人接棒去承受亏损吧。这是不是一种霸道的投资呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资还是趋势投资

2007－01－29

你有一个生意上的合伙人，出资额和你一样多，我们不妨叫他市场先生。有时候，市场先生只看到积极面，结果对生意前景非常乐观，他会开出一个高得离谱的价格来收购你手中的股份。而有时候市场先生又被困难蒙住了眼睛，对前途灰心丧气，愿意用低得出奇的价格把他的股份卖给你。你完全可以不理市场先生或干脆利用他的习性，但要是你反过来受制于他，那就很危险了。举例说，你住的房子价格每天都在变，如果近几个月来价格一直下跌，你会仅仅因此就卖掉你的住房吗？我想你当然不会！从某种意义上看，一项诱人的投资就如同你舒适的家。

上述“疯狂合伙人”的论述是巴菲特关于股市的一个形象比喻，道理很简单，每个人都可以理解。现在中国的股市正处于牛市气氛之中，就像中国的房价一样一涨再涨。所以有投资者可能问自己，房价越来越高，要不要卖掉心爱的房子去租一个呢？如果理性考虑，只要出价够高，至少对财富敏感的人会选择卖出。现在中国的股市可能就处于这样的对抗中，在越来越多的投资者涌入股市的时候，也有越来越多的投资者离开股市。就2006 年的情况来看，离开的投资者似乎没有正在进入的投资者正确，因为股市还在涨。这使人想起当年著名的老虎对冲基金的基金经理罗伯茨。他认为科技股被高估，所以拒绝投资这些股票，转而持有价值类股票，但显然他没有自己就是大老板的巴菲特运气好。由于相对收益率太低，1999 年他的基金只能解散，而这个时候科技股泡沫刚好达到高峰。如果他能再多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

撑几个月，也许历史的记载可能就是一个关于投资英雄的故事，而不是现在这样的一个伤感往事。

所以有些价值投资的信徒会出现动摇，就像一本关于美国对冲基金的书中叙述的那样，只有自大狂和傻瓜才幻想抓住顶部和底部。这意味着，如巴菲特在1969年那样的逃顶其实只是一个不能复制的神话，正常情况下，人们总是倾向于要么过早地买入、要么过早地卖出。虽然从价值投资的角度看这是合理的，但如果你是一个追求相对收益的基金经理，这种合理的投资行为就会成为你业绩的敌人，因此趋势投资成了许多人的选择：你不要认为自己比市场聪明，你只要找到比市场表现更好的股票，然后检查基本面是否有原则性的问题。如果一切正常，那么就买入并持有直到这种趋势结束。不要最先去买入没人喜欢但价值被低估的股票，更不要持有正在下跌的股票。

这是两种水火不容的投资流派，就像中国武术中的武当和少林。无论投资者愿不愿承认，也无论是在美国股市还是在中国股市，大部分的投资者其实都属于二者之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资效用最大化的选择

2007－04－09

合法投资的效用更大。面对波动加大的股市，效用最大的选择有几个原则

有一个墨西哥人在美国抢劫了银行，他渡过奥格兰德河向南逃，警察在后面紧追，终于在一个墨西哥小镇抓住了他。但这人只会说西班牙语，而美国警察只会说英语，于是警察请了一个翻译。

下面是三方的对话："你把钱藏在什么地方？""警察要你说出藏钱的地方。""我决不告诉警察。""他不告诉你们。"警察于是就把枪指着墨西哥人对翻译说，"告诉他，不说就打死他。""警察说你不说就打死你。"墨西哥人害怕了："我把钱藏在了河边的桥下。"翻译却对警察说："他说打死也不告诉你们。"

2007年上半年，股市在震荡中不断上行，业绩稳定增长的股票如银行、地产、食品等个股表现中规中矩，涨幅落后大盘，反倒是一些业绩不佳的低价股表现非常好，甚至出现了类似杭萧钢构的事件。相信在这轮牛市中还会有类似的事件发生。如果要研究其中原因，上面这个故事有很好的启发作用。每个人都是理性的，每个人都在追求个人效用最大化，就像上文中的那个翻译，每个人在做决策时都会分析所面临的成本和收益，并做出效用最大的选择。因此，要减少这类事件的发生，并不是简单的查处就可以做到的，根本的解决之道在于形成一种机制和文化，使每个投资者都相信，合法投资的效用更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弗里德曼的生活经济学有一则关于效用的例题，内容是：当人们拥有一间住房和另一种消费品时（住房是为了消费而不是投资），无论房价涨跌，其效用都是上升的。虽然这个结论与人们的常识有些出入，但如果大家仔细阅读这个例题的答案会很容易理解。就像股市，如果一直上涨，并非没有风险，只是没有人知道调整会在什么时候出现。投资者一方面希望投资获利，另一方面也有即期消费，所以最大效用应是所有资金在投资和消费之间的一个组合。如果股市上涨，投资会增值，投资者可以减少投资的总额，增加消费的总额，或者新增的收入更多地拿来消费；而当股市下跌时，投资者可以把一部分打算用于消费的钱用于投资，增加投资的总额，这样当股市恢复上涨时，可以获得更多的收益。所以无论涨跌，资金的效用都是增加的。当然，这里有一个假设，那就是投资股市长期而言一定是可以获利的。

如果借钱炒股，其预期则是，借钱期间股市只涨不跌，这与股市永远存在风险的特征并不相符，是一种投机，并不是理性的效用最大化。所以面对波动加大的股市，效用最大的选择可能有以下几个原则：首先不要借钱炒股，因为投机的损失会造成不可弥补的效用损失。其次选择有投资价值的股票买入；如果投资赢利，可以增加消费，毕竟快乐才是生活的根本；如果基本面没有发生变化，千万不要在股市大跌时卖股票，有条件还可以适当增持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资理念才是更重要的武器

2007－06－20

2007 年 6 月初股市出现了一次调整，虽然其后大盘又回到前期高点，但也只有 30% 左右的股票强于大盘，这与之前 5 个月的市场结构有很大差异。据说在股市最红火的时候，有一个派出所想出了一个维护治安的新招，他们挂了一条横幅：“抢劫不如去炒股。”没有数据证明这条横幅是否提高了治安水平，但当股市调整后，有人却在横幅的后面加了一行：“还是抢劫安全点。”

股市是一个波动的市场，2005 年时国内股市流通总市值只有 1 万亿，现在增长了 5 倍，这主要是有很多新增的资金投入股市。每个新进入股市的投资者对股市的了解有深有浅，但投资者的每一次买卖都应该是一个严肃的决策。因为这种决策的后果非常严重，没有人会不在乎，只是股价的涨跌经常与投资者的预期相背离。

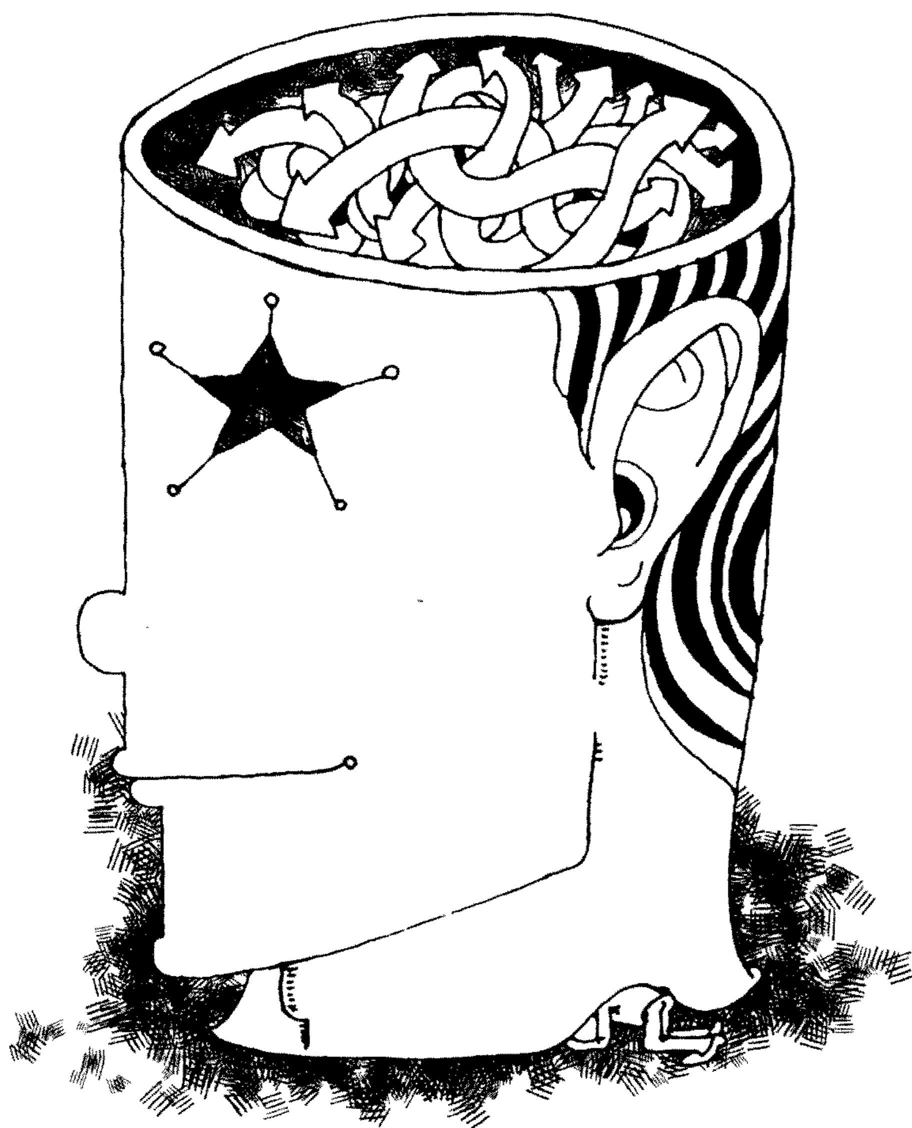
所以投资的过程实际上是一次矛盾的过程。一方面投资者在做决策时确信自己的判断是正确的，但另一方面投资者又确信实际的后果与现在的预期一定会有不同，所以结果是不确定的。有不少朋友曾非常不解地问我，难道你们在投资一只股票时，不知道这只股票什么时候涨？甚至不能确定它一定会涨？既然不知道又为什么买呢？

还是在大学的时候看过古龙的小说《七种武器》，这可能是古龙作品中读者最喜欢引用的一部小说，其中的一篇叫《孔雀翎》，说一个杀手想过平静的生活却被仇家寻仇，这让他恐惧。于是他来到孔雀山庄，向他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朋友借山庄的镇庄之宝孔雀翎——这是天下最著名的暗器，已有三百多名最一流的高手败在孔雀翎下，以至于再没有人敢前往山庄比试。有了孔雀翎，这个杀手很容易就击败了仇家。其实他的武功本就在仇家之上。所以他根本就没有使用过孔雀翎，但孔雀翎给了他信心，让他一击而中。故事的结局出人意料，孔雀山庄的孔雀翎其实早就丢失，这个杀手也从没有拿到过真正的孔雀翎。所以信心才是更重要的武器。

投资的理念就是这样的信心。任何投资者的任何投资行为都是在投资理念的支持下做出的，虽然很多投资者可能并没有意识到每一次的投资决策实际上都隐藏着一个投资理念，而股市中的投资理念也是丰富多彩，各有千秋，还常常让投资者迷失混淆。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个猎人的故事

2007－07－05

价值型投资者的两个原则

有两个打猎爱好者，暑期休假总会雇一架飞机去原始森林打鹿。到达目的地后，飞机驾驶员约定两天后来接他们，并告诫道，每人只能打一头鹿，否则飞机承重不起。两天后，飞机来接他们，驾驶员发现他们每人都猎杀了两头鹿。“太重了，飞机装不了。”驾驶员说。“可去年你也这么说过。”其中一个人说道。“这样吧，我们再多给你些钱，你通融一下。去年你不也把四头鹿装上飞机了?”另一个人说着拿出了一叠美金。驾驶员受不住诱惑答应了，飞机终于呜呜起飞。但一个小时过后，由于太重，飞机不得不迫降，两位打猎爱好者满眼金星，爬出飞机残骸。“你知道我们在什么地方吗?”其中一位问道。“不太确定，”另一位答道，“不过看起来像是我们去年坠机的地方。”

上面这个故事是一个叫约翰·聂夫的美国基金经理讲的，他讲这个故事的目的是想向人们介绍他的投资理念。“低市盈率投资法”有时也叫“反向投资法”，他是这种理念的坚定信徒。遵循这种理念，约翰·聂夫管理温莎基金30年，平均每年领先标普500指数3个百分点。他投资股票的备选库至少要满足两个条件，一是市盈率低于平均水平40%；其次年成长率高于7%。和彼得·林奇不同，约翰·聂夫很少追求上涨10倍的股票，就算他买入这种类型的股票，也很有可能会在市场开始追捧时卖出，因为股票已经变得昂贵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市从2006年开始一路上涨，2007年更是全面开花，但2007年5月30日开始的调整却让许多股票出现了50%以上的下跌，这就像上面故事里的那架飞机，如果不堪重负，结局很可能就是迫降。但如果信奉“低市盈率”理念的价值型投资者，则很可能会有更好的结局，因为他们认为市场往往在过分悲观和过分乐观之间徘徊。乐观时，投资者倾向于认为公司的业绩将持续上涨，所以给予较高的股价是合理的，但实际上企业的业绩往往会低于人们的预期，从而使投资者受损。对于投资者而言，较低的估值永远要好于较高的估值，道理非常简单，因为只有股票上涨，投资者才可以获利，而较低估值股票的上涨空间当然要大于较高估值的股票。

现在对于中国的投资者来说，必须要面对两件事：一是要把所谓的“黄金十年”定量化，也就是说如果有这样一个“黄金十年”，中国的GDP会增长到什么程度，企业的利润又会达到怎样的水平；第二个问题则是，在企业赢利的基础上，股市的总市值将达到什么样的水平，因为这将决定股市上涨的空间。这两年国内股市的涨幅已大大快于企业利润的涨幅，只有知道了这个空间，我们才能知道这种趋势还会维持多久。

无论上述问题有什么样的答案，对于价值型的投资者来说，有两点是非常明确的：一是股票估值越低，吸引力越大，所以股市的调整会增加股票备选库的数量而不是减少；二是对未来永远抱有敬畏之心，无论将来有多么美好，绝对的估值必须遵守，过高的估值只会损害投资者将来的收益，这一点对绩差股如此，对于绩优股也同样适用。

因此，股市的休息或调整是股市运行的一个组成部分，是趋势投资者的噩梦，是成长型投资者的考验，是价值型投资者的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奥运精神和投资

2007 - 08 - 07

对投资者而言，长期的全程参与是投资最根本的原则

2008 年 8 月 8 日，中国将成为世界的中心，因为那一天，2008 年夏季奥运会开幕，中国将向世界展示一个全新的中国，也向世界再次演绎不变的奥运精神。弹指一挥间，从 20 世纪中国第一次申奥不成功到奥运会的正式举办，有十多个年头，每个中国人回忆这十多年的往事，一定心生太多感慨。每个投资者对于这十多年的中国，尤其是中国股市的发展也同样会发出太多的感慨。如果那个时候投资了一只股票，也许这只股票已经退市；也许这只股票的股价坐了很多次过山车，还在原地踏步；也许这只股票已涨了几百倍。但是无论演变的方式如何，我们都会看到两个必然的结果：一是总体上，企业的规模在扩大，企业的赢利水平在提高；二是如果投资了一只赢利水平不断提高的公司，长期下来，股价也会和赢利一样上涨。这就像每 4 年就会在一个不同的国家举办一届的奥运会，每届都会有许多新的纪录诞生，但人类共同的奥运精神却永恒不变。

什么是奥运精神呢？奥运精神是一种竞技精神，倡导“更快、更高、更强”，挑战自我，赛场超越自我。奥运精神更是一种社会责任，通过个体展示和大众参与，使人们共享体育之乐、健康之本以及乐观高尚的精神世界。所以奥运精神的核心原则有两点，一是全民参与；二是公平竞争、超越自我，赛场胜利反而并非终极目标。也许有些投资者对奥运的关心更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多来自所谓奥运板块股票的涨跌，2008 年 8 月 8 日对这些投资者来说也可能不仅不是一个盛会的开始，反而是投机的结束。

就像奥运精神所阐述的那样，胜利并非终极目标，赢利也不是投资的终极目标，它只是投资的一个结果，参与投资，并在遵守经济规律的基础上主动管理资产，才是投资的根本原则。

从 2006 年开始，中国股市便处于不断上涨的牛市之中，但后来巨额的成交量表明了市场的分歧。实际上从全球权益类市场的统计看，只要持续时间超过 20 年，所有市场的表现都遵循一个规律，那就是平均每年以 7% 以上的速度上涨。中国股市这十几年虽然涨涨落落，但也基本符合这个规律。所以对投资者而言，长期的全程参与是投资最根本的原则。但仍有许多投资者不能接受这一点。主要原因有两个，一是因为业余投资，所以对所投公司不了解；二是害怕风险。但无论从理论上分析，还是从实际的结果看，全程参与的投资者，收益平均来说会更高。尤其在牛市中，不做波段、全程参与，一般收益率会更高。对于全程参与的投资者来说，可能蒙受的最大损失是中国经济高速增长减慢时可能出现的下跌，但全程参与的投资者在此之前获得的收益足以抵消这种损失，毕竟企业规模及赢利水平长期增长的规律是不变的。

2007 年 7 月开始大盘又出现一轮上涨，这次上涨的特点与以往显著不同，主要是以地产、资源和“漂亮 50”等蓝筹股的上涨为主导，而其余 70% 的股票仍没有超过 5 月 30 日的股价。这说明主要是专业投资者在买入股票，大量资金也跟随其从炒作题材、概念转为投资这三类股票。从历史上看，这三种类型的股票是比较容易产生泡沫的。地产会因为涨价而吸引更多的投资，更多的投资会进一步提升房价，而房价提升又再次吸引投资，谁也不知道这当中什么时候产生泡沫。有色资源也同样存在这种可能，尤其是当股票的估值开始取决于当前的资源总量时，一旦经济增长趋缓，资源价格波动就会引发企业估值的剧烈变动。至于“漂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亮 50”，美国曾出现的“漂亮 50”故事，值得每个投资者关注。

中国股市将来的走势，没有人能精确预计，但股价围绕企业价值波动的规律是不可能改变的。就像干净的奥运会才是大家期待的奥运，更长久和幅度更大的赢利增长，才是投资的最佳选择，股价上涨如果与此相违背，迟早会受到市场的修正。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的第一原则

2007－10－15

这个一把手喜欢自己公司所从事的行业吗？他对这个行业有掌控力吗？他带领的企业在过去有很好的业绩并享受这种成功吗？如果你想长期投资一个公司，那么上面三个问题的正面答案将缺一不可

中秋、国庆双节，祝福短信又一次泛滥，比如“人而无信，不知其可也”被人用在《百家讲坛》走红的于丹的话“解释”为，人过节没收到短信，不知是怎么混的。还有易中天的十大金言也用于祝福，其中一句是，“怀才就像妇女怀孕，时间长了别人总会知道。”确实，要说今年有什么大红大紫，股市、基金和《百家讲坛》恐怕当仁不让会位列其中。比如前段时间，国学大师季羡林有一个弟子叫钱文钟，在《百家讲坛》上开讲《玄藏西游记》，这和吴承恩的小说《西游记》相差十万八千里。这个钱文钟，会十三种语言，其中包括梵文和一些我们根本就没无法想象到的古怪语种。做访谈节目时，主持人在好奇和敬仰中问他为什么可以学这些根本在生活中没有任何用处的语言时，钱文钟平静地回答，我把最好的青春用在背诵这些语种的文法上，原因是我喜欢。

古人曾说，学之不如好之，好之不如乐之。这在我们还是学生的时候就经常被提起，不过在我和许多在校学生交流时，却发现在做学生时就找到一个自己喜欢的学科其实是一件很困难的事，所以和新来同事交谈时，我总不忘半开玩笑地说：人一辈子有两样东西，一定要是自己喜欢，而又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以把握并能从中享受到乐趣，一是结婚的对象，一是从事的职业。

今年的股市比去年涨幅更大，但可能大部分人却并没有去年那么快乐。从 3000 点开始，市场的估值水平就超过了市盈率 20 倍这一安全估值区，随着指数的上涨，安全边界也越来越小。但另一方面，中国故事显然还没有结束，中国人的投资需求也第一次被激发，所以股市要想马上崩溃也不容易。不过这并不能掩饰投资者对股票正在失去把握能力的事实。对于投资者，如果根据大盘的涨跌和点位来投资，由于准确预见指数或股票短期涨跌的概率并不大，投资者会很难感受到对股票的把握能力，自然也就很难经常性地享受到投资的快乐。而如果换一种方法，通过对企业价值的研究，并进行合理的估值，对于股票短期的涨跌则听之任之，就像上文易中天的金言。“价值低估就像妇女怀孕，时间长了别人总会知道”，投资者对股票的把握能力将大大提高，投资收益也会随之提高。收益和把握能力是经常享受投资快乐的必要条件。

两年前，公募基金规模还在一二十亿的时候，和基金经理同事聊天，我常说公募基金一定要做大，因为基金规模做大了，会有一个很大的好处，就是不管上市公司有多大，都可以和上市公司的一把手有交流。每次在券商组织的见面会，或者到上市公司，都想见见公司的高管，有时候还会提一些很傻的问题，其实这些问题要么不适合问一把手，要么自己心中已有答案，但通过这些问答，投资者可以得出一些重要的结论：这个一把手喜欢自己公司所从事的行业吗？他对这个行业有掌控力吗？他带领的企业在过去有很好的业绩并享受这种成功吗？如果你想长期投资一个公司，那么上面三个问题的正面答案将缺一不可。而如果投资者对号入座，看一看过去十年给投资者带来持续回报的公司，则会发现吻合的概率非常之高。所以这可以算得上是投资的第一原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机的技术含量

2005－08－26

“博傻”这种投机方法可能是所有投机方法中“最没有技术含量”的一种

宝钢权证上市了，其价格首日即封住涨停，宝钢股份的股价倒没有跟着上涨，因为之前的证券市场中几乎没有人对第二年的钢铁市场有非常乐观的预期。宝钢权证的持有者如果要保本，那么宝钢股份的价格必须要在2006年9月份之前上涨到6元钱以上，这从概率上看可能性并不大。类似的情况在国内A股市场时有发生，像之前众多垃圾股的暴涨。其实这种类型的投机可能还会存在相当长的时间，而这种类型的投机其实只是一种简单的“博傻”游戏。

2005年7月一个叫西蒙的世界级数学家给华尔街带来了不小的骚动。西蒙是一个数学教授，曾在马萨诸塞技术学院、哈佛大学任教，他发现的以他名字命名的几何定理是理论物理学的重要工具。在对冲基金领域，西蒙的成就也毫不逊色。他经营着名为复兴科技的对冲基金管理公司，其旗舰对冲基金“Medallion”规模有50亿美金，从1998年以来，年平均收益率达到34%。这个收益是经过审计的，而且不包括费用，据说这是美国同期1000多只对冲基金中收益最高的。一般而言，对冲基金如果规模太大就会损害其收益，所以西蒙的这支旗舰基金每年的分红是不可以再投资的，但这次西蒙声称他要发行一支规模达1000亿美金名为“复兴机构权益基金”的新基金。1000亿的规模显然太大，大约相当于目前对冲基金总资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的 10%，华尔街对此将信将疑。西蒙的投资主要是通过计算机程序在各种市场进行短期交易，没有人知道他投资的细节，即使是 Medallion 基金的投资人也不知道。这个故事来自 2005 年 7 月的《亚洲华尔街日报》，这里引用只是想表明投机的技术含量是非常高的，而且投机就像价值投资一样是一个严密的系统，包括理念、流程、方法和结果，只是其内容与价值投资完全不同，其收益也主要来自于市场或其他市场参与者的错误。比如索罗斯专门研究外汇市场的错误，并通过财务杠杆进行冲击，他的赢利主要来自于犯错误的中央银行，这不像巴菲特这样的价值投资家，其赢利主要来自于上市公司。

由于资本市场中存在着非常多的错误，所以随着衍生工具的增多，出现机会的地方也在增多，投机方法同样非常丰富。国内证券市场虽然目前衍生工具还不多，但仍然存在不少投机的机会，比如“涨停板敢死队”（就是指在个股封涨停板时，在公开信息中，经常见到的上榜机构名单，它们以做短线、频繁操作、敢于追涨强势股为主要特征。2003～2005 年熊市期间较流行这种操作手法——编者注），其实是相信利用股票上涨的惯性可以产生获利的机会，而如果大盘极度悲观时，对投机者而言则可能是个好机会，通过杠杆放大购买比例，收益的空间不仅很大，成功的概率也比较高。但令人遗憾的是，目前国内投机的主流方法可能还是“博傻”，套用葛优在电影“天下无贼”里的一名台词，“博傻”这种投机方法可能是所有投机方法中“最没有技术含量”的一种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　做一个快乐并挣钱的投资者

（个人投资者如何才能赢钱）

快乐的车夫

2006-05-20

做一个快乐并挣钱的投资者

网上流传着一个上海快乐车夫的故事，他说“大众公司，一般一个司机每月有3、4千元拿回家……全大众2万个司机，大概只有两到三个每月能拿到8000元以上，我就是这两三个人中的一个。”如果这个车夫能用开车的原则来投资股票，也许他会更快乐，因为投资收益是复利，而出租司机却只能以一个节奏挣钱。

首先，这个快乐的车夫认为“做出租车司机，要用科学的方法”，他说“千万不能被客户拉了满街跑，而是通过选择停车的地点、时间和客户，主动决定你要去的地方。”这个观点用在投资领域实际上就是一个人的投资哲学，按教科书的定义：投资哲学是一种思考市场如何运作以及分析投资者错误行为的在逻辑上一致的方法。所以如果这个车夫改行做基金经理，那他一定是一个相信市场不完全有效，可以通过主动研究获取超额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益的主动型基金经理。

其次，这个车夫认为，每小时载客公里数越长收益就越大，因为出租车的成本是份钱和油钱，无论是否载客成本都是固定的，所以拉起步价的客人虽然每公里的价格要高一些，但如果在市区内用时太长则是亏钱。对应投资，这一点说的就是投资理念。比如投资行业领先的企业将能获得超额收益这个理念，就表明基金经理相信龙头行业将获得所在行业内最高的利润水平，并拥有较快的业绩增长，所以投资这种企业也会获得超过该行业平均水平的收益。

第三，这个车夫在上述哲学及理念的指导下采用了系统的方法：一是选择适当的地方，这种地方搭乘出租的乘客较多，比如高档写字楼和宾馆；二是在上述地方选择出正确的乘客，这包括许多经验的总结。投资也是这样，首先要选择可能出现牛股的行业或板块，比如2006年的消费、房地产、金属及自主创新的企业，如果你买了这些行业或板块中的领先企业，几乎不用做很深的个股研究也能挣很多钱。当然选择正确的个股差别也很大，比如同是零售企业，现代连锁零售业如大商、苏宁可能给投资更多的赢利，而传统的零售业收益则不可同日而语。

最后，这个车夫很快乐是因为他能挣比别人更多的钱。做投资也这样，如果不快乐那一定是上述三个环节中的某些地方出了问题，否则，你一定也是一个快乐并挣钱的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者都是价格的接受者

2005－01－27

个人投资者就是散户，散户是相对于大户而言的。在中国确实有一段时间，散户跟着大户或庄家一起在股价节节攀升中获利。但是当一个股市发展到一定规模时，股票供给的增长会大大超过资金供给的增长，于是资金不能再按照自身的喜好来随意推升股价，也就到了泡沫破灭的时刻，如有象征意义的“德隆事件”。此时资金只能有选择地在股票中按其内在的收益率进行配置，高收益率的股票会有更多的资金流入，而低收益率的股票可能没有任何资金流入，所以这时会有许多股票违反投资者所熟悉的技术面规则，一跌再跌，而散户那种跟庄赚钱的感觉也彻底地成了回忆，剩下的是以为钱可以操控股价的所有大户和散户都在为不菲的股价买单。这个故事在世界的任何一个股市中都曾经发生过，中国也不例外。所以本文用个人投资者代替散户是为了与过去有所区别。

股市中不再分散户和大户，而分个人投资者和机构投资者，背后有一些深刻的变化。一是在股票定价方面，个人投资者与机构投资者是平等的，所有的投资者都要按股票内在的收益率来买股票，而不是大户坐庄、散户跟风，互相博弈。随之而来的变化还有两点，一是所有的投资者都不能随意获得投资收益，而要看股票有没有内在收益，如果没有内在收益，那大家都要亏钱。当股票突然拉升至不合理价位时，个人投资者不仅不应该跟，而且要马上卖，因为没有人可以操纵股价，太贵的东西一定会跌下来。最后还有一个深刻的变化，就是机构投资者与个人投资者第一次变成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了真正的同盟军，不再是大户骗散户，散户吃大户，因为所有的投资者都是价格的接受者。有投资机会时，不分机构和散户，所有的投资者都是赢家，只要大家有股票。从这种理念出发，由于股价直接与公司经营结果及其管治有关，股东们会尽心尽力地提高上市公司的经营结果及其治理水平，以获得更高的市值。

所以这样的一个市场是对所有参与者而言最有利的市场，它可以达到一个经济学中所谓的“帕累托最优”，意思是在这种状态下的任何改变都会损害至少一个参与者的利益，它是最稳定的状态。到目前为止，世界上所有的股市最终都发展成了这样一个市场，没有任何理由认为中国股市走向市场化后会有其他的方向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非理性行为是如何影响个人投资的

2005－02－17

我们对证券市场的分析其实有一个前提假设，那就是人是理性的，但实际情况如何呢？实际情况是人往往是不理性的。有一些经济学家研究人类在金融市场上的不理性行为，这些研究成果构成了一门叫金融行为学的学科，而诺贝尔经济学奖也曾颁发给了研究这门学科的几个经济学家。但作为个人投资者，更应该关心的是这些不理性行为主要有哪些，它们是如何影响个人的投资行为的。

曾经有人做了一个实验，让一些会驾驶的人判断自己的驾驶技术在这些参加实验的人之中是处于前50%还是后50%，结果发现大部分人认为自己处于前50%，但实际情况肯定不是这样的。这是因为人们总是倾向于过度自信。“中航油事件”就是因为决策者过度自信，又没有相应的风险控制体系而招致灭顶之灾的。长期成功的投资者几乎都有一个特征，那就是只做自己熟悉的事，有时看来这过于保守，但其实可以回避一些过度自信可能带来的风险。

实证分析不断地证明：做短线炒作的投资者从总体上说收益不如长线投资者。但每个人都觉得自己可以短线致富，这就是过度自信的表现。

有人还因为人类的这种倾向，利用概率性的事件误导投资者。这里有一个案例，说一个人第一周向800个人发出800封信，其中400封里说某只股票涨，400封里说跌。第二周，如果股票涨了，他就向收到说涨的信件的400人再发一封信，其中200封里说某只股票涨，200封里说某只股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票跌；反之亦然。第三周，如果股票涨了，他再向收到涨的信件的 200 人发信，其中 100 封说某只股票会涨，100 封说某只股票会跌；反之亦然。最后总有 100 人会发现这人连续 3 次说对了某只股票的涨跌，简直神奇，就信了这个人，把钱交给了他投资。

这个例子说明人们对于一些概率性的事情往往会产生错觉，从而表现出过度自信的倾向。可以说，过度自信的倾向是个人投资者也是机构投资者在证券市场中所面对的最重要的非理性问题。

个人心理对投资的第二个重要影响表现在处理信息的不理性上。主要有两个方面，一是同样的信息出现的顺序会影响人们的判断；另一个是对信息发生时的反应过激。最新的信息总是对人们的投资判断产生更大的影响。如“A 股票的收益不错，但存在风险”和“B 股票虽有风险，但收益不错”这样相同意思的两个描述，往往会有更多人认为 B 股票更好。实证分析表明，如果投资者在前一笔交易中赢利，他的下一个投资会更偏好风险，而如果是亏损则会更厌恶风险。

最后谈一下人们对亏损和赢利的心理感受。行为金融学建立了心理账户的概念，这个账户与现实中的投资账户不一致。但经济学家发现，心理账户与真实账户虽然并不是一致的，但投资者的买卖行为却往往会受心理账户左右。在心理账户中，只要股票不卖出，就不记账，只有当股票卖出时，才会感到亏损的痛苦或赢利的快乐。这可以说明为什么投资者总倾向于留下亏损的股票，卖出赢利的股票，尽管投资者会觉得亏损的股票很有可能会继续亏损。经济学家还发现一个有趣的现象，当关于一只股票利空的消息公布后，投资者往往会卖出亏损的股票，主要原因是此时投资者会找到借口认为股票的亏损主要是无法预期的利空消息导致。因而减少心理账户上的痛苦。

心理账户的第二个特点是随着时间的推移，买入股票的成本会迅速变小。举一个例子，如果你花钱买了足球联赛的套票，临时有事不能看，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一种情况是你中午刚买了票临时有事不能看，哪一种更让人难受？从心理上讲第二种更难受，虽然从物质损失上比较是一样的。这种心理上的感受对投资的影响是巨大的。如投资者几年前买了一只股票，现在仍在下跌，投资者往往不那么在意了，因为成本是几年前投入的，现在从心理上讲损失已经很小了，但可能实际亏损的数目仍然很大。

心理账户的第三个特点是赢利的参照系会发生变化。如买入股票后，该股票先上涨再下跌但仍有盈利，此时，虽然从真实会计上讲是赢利的，但从心理账户上他感觉是损失的。经济学家发现，在心理上投资者会按近期的最高价作为赢利的参照系，所以在先涨后跌的例子中，投资者往往会等到跌至亏损时才止损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值就像选美

2005－02－24

了解市场的主流怎么看公司的基本面是盈利的根本

这两年相信大家对汽车、钢铁等行业股票的大起大落印象深刻，不少投资者可能还在这些股票上亏了钱。可是这些股票的每股收益仍然很高，这是什么原因呢？下面就谈谈对个人投资者而言在股市中挣钱最重要的部分，即何时买入、何时卖出，或者说估值。

在说估值之前先谈两个观点。一是估值就像选美，因此不是选你认为最美的，而是选大家觉得最美的。市场永远是对的，作为个人投资者如果不能理解市场的运行，就很有可能会亏损。二是投资股市有很强的专业性，作为个人投资者如果没有一定的专业基础，并扬长避短，是不适合直接投资股市的。

几乎所有的教科书都告诉我们，股票的价格由一种叫“净现值折现”的方法来决定，也就是把一个公司今后的所有现金流按一个内部收益率折现，再除以总股本得到一个价格。这种方法是所有估值方法中最完美的，但遗憾的是这种方法是最不实用的。因为知道一个企业一年后的经营状况其实已经比较困难了，如果要想知道以后所有年份的经营状况，则基本上是不可能的。而所有股票在市场上的涨跌，从根本上讲都是由于企业经营状况及人们对其预期的改变而发生的。所以“市盈率估值法”、“市净率估值法”、“重置估值法”等方法本身都与“净现值折现法”一样，不是最根本的，基本面变化可能更能影响股票价格的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面不确定给估值带来的难题，无论中外从来没有从根本上解决过，否则投资股票就像投资债券，不会有太大的收益率差异了。专业的投资机构在估值时，考虑最多的不是这些估值方法得出的价格，而是基本面。因此作为个人投资者，知道市场的主流怎么看公司的基本面是盈利的根本，如果你不能做到这一点，你想投资盈利就会比较困难。而要判断一个公司发展的趋势则要从宏观经济、行业动态、公司管理等各个方面进行研究。但企业的发展往往会出人意料。微软从一个小公司成长成一个巨无霸，以至于其分红可以影响整个美国 GDP 的增长，但 AT&T 这个美国著名的蓝筹公司却落得被收购的结局。不过，专业投资人员还是把各种类型的企业进行分类总结，这些规律性的经验对每个投资者都是至关重要的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认识游戏的规则

2005－03－24

个人投资者寻求专业机构代理投资是效益最大化的唯一选择

证券市场其实更像一个由所有投资者和上市公司参加的游戏，这个游戏需要有不断的投资者加入和不断的股票供给。价值投资成为市场的主流是所有参加游戏者最终博弈的结果。

20 世纪 70 年代，美国富翁怀特兄弟通过逼空的方式收购了所有流通的白银，他们使白银价格上涨了 10 倍，但此时各种可能的白银供给蜂拥而入，怀特兄弟不可避免地破产了。这有些像目前的股市，高价的股票只会刺激那些上市公司不停地发行股票，而投资者会像怀特兄弟那样不停地购买这些股票以维持价格，可是相对于有限的资金而言，股票的供给几乎是无限的。所以股市这个游戏的一般规则是股票一定比钱多。正如巴菲特在他 2004 年给投资者的信中所说：手中仍然有大量的现金，找不到有吸引力的投资对象。好股票不会很多，但坏股票肯定是很多，所以个人投资者不能被这个市场中少数赚大钱的股票所迷惑，以为股市遍地是黄金。

在赌场是没有专家代理个人赌博的，因为赌博是零和游戏，没有人有办法可以通过一种方法长期获得正收益。但在股市中专业机构代理个人理财却是主流。一方面因为股市是有正收益的。这 100 年来，美国股市大约年收益率可以达到 10%，有关数据表明全球股市的年平均收益率有 7%。当然，你不能奢望过分的收益回报。股市泡沫的一种定义是连续 3 年涨幅超过 20%。我国证券市场成立后的指数增长为 13% 以上，但 2001 年至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005 年上半年这段时间是负增长。

另一方面，专业机构以市场平均的收益为投资目标，通过各种科学的方法来稳定地获得这 10% 左右的收益。从整体而言，除去成本，专业机构可以获得市场平均收益。个人投资者整体的收益率一定低于这个水平，否则市场博弈的结果不会是机构投资者占主流。当然在单只股票上，个人投资者完全有可能处于信息上的优势，如投资个人投资者所在地的股票，或个人投资者所从事的行业的股票。但个人投资者必须了解有关估值、财务等知识，如果这两个条件不具备，从总体上说，个人投资者寻求专业机构代理投资是效益最大化的唯一选择。这也是投资这个游戏的重要规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只投资熟悉的股票

2005－06－16

投资者在头脑冷静的时候是能够接受未来的不确定的，但当他们受到市场情绪的左右时，人性中的贪婪和恐惧就会出来作祟，使投资者对未来的预测变得非常极端。比如在股市泡沫时，投资者似乎完全忘记了未来的不确定，他们相信股市还会往上涨，从而不断推高股价直至破灭；但在危机来临时，他们又转变看法，认为股市可能明天就会完全崩溃，而实际上此时乐观的因素反倒已经成为市场主导。

市场的大起大落有时候只是由投资者的心理从怀疑到确定的转变形成的。想想市场对解决股权分置这件事的反应，似乎解决股权分置马上就会让这个市场进入一轮大牛市，大家翘首以盼。股市的涨跌几乎只是由于投资者自己假想的那个光明的未来。但其实那是什么样的未来呢，投资者并不确信。

不确定性既是投资的敌人，也是投资的机会所在。如果没有不确定性，那么股票市场可能就像是利息不变、通胀不变的债券市场，任何人的投资收益率都是一样的。所以只有存在不确定性的地方才存在机会。就像 2004 至 2005 年 A 股市场上的伊利股份，当公司董事长遭逮捕的消息传出后，投资者感受到了巨大的不确定性，股价也因此大跌。但从另一个方面看，这实际上是伊利股份一年前关于独立董事罢免案而开始的不确定性的结束，所以公司的股价随后开始回升，三个月涨幅达 50%。关于伊利股份不确定性的故事可能还没有结束。如果大家还记得当年如日中天的红塔牌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

香烟，就能想到当红塔的董事长被逮捕后，第二年公司经营还能勉强维持，到第三年公司经营才开始像自由落体一样下滑。

凭借经验比如技术图表或者操纵股价来应对投资中的不确定性，即使在中国也几乎全遭失败。投资理念和投资技术的发展就是应对投资不确定性的工具。投资者在市场不确定性面前不是无能为力的，实际上股市在本世纪的飞速发展反而是得益于市场收益的确定性的。

在加拿大，有一个卖保险的职员后来成了身家不菲的老板。他所做的事就是把股市中的各种品种，比如大盘股、小盘股、债券等的长期收益曲线画在一张图上，直观地表现这些投资品种的长期收益。现在几乎所有北美的基金管理公司都从他那儿购买收益曲线的使用权。长期来看，股票平均收益高于债券收益是非常确定的，虽然专家无法知道为什么长期而言股市的风险并不比债市高，但收益率却明显高于债市。现在我们知道指数基金近 20 年来的规模扩张不仅仅是由于那个诺贝尔获奖者威廉·夏普的有效市场理论（简单地说，有效市场理论就是认为市场是有效的，是对的，因此就不能指望任何一个人可以长时间超越大盘。如果长期投资，选择指数基金是个不错的选择——编者注），更重要的是投资者确实获得了很大的收益。

另一方面如果投资者不满意股市的平均收益，也可从许多主动型的投资理念和技术那里获得帮助。全球大的机构投资者 90% 的收益来自于资产国别配置的这个事实说明，主动型投资理念和技术的核心是寻找超额收益确定性最大的部分。所以成功的投资家总是告诉你同一个经验：只投资你熟悉的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的三种考验

2007－02－13

能经受第三种考验的人才可能是真正的投资高手

有一个测试题据说是微软招录新员工时用的。题目是一幅画，画中远处是一座富士山，近处是一个正看着山的人，应聘者被要求想出一个办法让富士山移动到人的面前。虽然高科技的手段使人类的能力日益增强，但正确答案却并不是移动富士山，而是人自己走到山脚去。2007 年 1 月时，国内股市出现了一次以基金重仓股和大盘股下跌为主的调整，可以推测投资者赎回基金迫使基金卖出股票是一个重要原因。现在还很难判断买或卖是否正确，因为谁也无法确知大盘是继续调整还是重拾升势，但就像上面的测试题，投资者面对大幅波动的股市时，恐惧和抱怨是没有意义的，唯一能做的是改变自己。

价值投资提供了面对波动市场的一条途径，这条途径的根本内容在于以下两个理念：

首先是相信长期而言，所有企业的总利润是不断上升的。尽管每年都有大量的公司破产，每年都有一些公司业绩出现下滑，但无论中外，只要时间跨度稍长一些，总体上所有企业的总利润是不断上升的。也就是说，如果所有上市公司合并成一个公司，那么总体赢利总是上升的，而且在这些公司中也必定有一些伟大的公司，它们可以在很长的时间内持续增长，比如国内的招商银行、万科等。

其次是相信马克思的价格理论。即虽然短期股价波动不可测，但长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看，股价总是围绕股票价值波动，而股票价值是由企业赢利水平决定的。

投资者光遵从这两个理念可能还不足以应对波动的市场，因为人类的本性、股价短期波动总是能轻易地影响投资者的决策。投资者还需经受以下三种考验。

首先是股票价格下跌的考验，就像调整来临时，许多投资者总是忍不住卖出手中的好股票。巴菲特曾有一个比喻，如果你买了一个房子，你很喜欢，但房价下跌了，你会卖掉吗？相信大部分人都不会卖掉。所以如果企业基本面不发生变化，股价下跌完全不能成为卖出的理由，但要顶住下跌的压力，对每个投资者尤其是新入市的投资者来说，是一件非常困难的事，能经受住下跌的考验，表明一个投资者已经是一个有经验的投资者了。

经过几次股价下跌后，一个有经验的投资者可能已学会不在下跌时卖股票，但这仍不够。因为如果企业基本面发生了变化，无论是否亏损，都应卖掉股票，这种考验即使是老股民也难熬过。从概率上说，投资基本面不好的股票的收益水平不会高于大盘，所以成熟的投资者应该做正确概率大的投资，而不是依靠简单的经验。

最后一种考验是当股价已如预期的那样上涨，但仍与价值相当，而且企业将来的成长依然可期时，投资者还能否不为所动继续持有。中国股市虽然发展时间不长，但也涌现出了很多像贵州茅台、万科 A、烟台万华这样长期上涨的股票。如果一直持有这些股票，收益率肯定是市场上最高的一类。但遗憾的是大部分投资者在一段时间内获益颇丰后总是倾向于卖出股票，而不是继续持有；也有许多投资者在大盘总体仍然向好的时候，因为暂时的调整而选择撤离。其实从统计数据看，大部分选择卖出的投资者收益水平会低于继续持有者，所以能够经受第三种考验的人才可能是真正的投资高手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票作手的故事

2007-04-23

试图判断股市顶部的投资者，从整体上看收益应小于长期持股者

"欢乐的时光总是短暂的，永远有一个错误在前方等着你"，说这话的人看起来比较谨慎，而且悲观，他叫利弗莫尔，一个生活在100年前的美国人，几乎所有的专业投资者可能都读过关于他的书：《股票作手回忆录》，书中荟萃了身处20世纪前30年那个充斥内幕，操纵盛行的市场环境中的职业炒家的智慧精华和逸闻趣谈。

利弗莫尔确实是一个谨慎的人，因为他是一个天性爱做空的人。国内股指期货虽然仍是犹抱琵琶半遮面，但众多谨慎的投资者已不断地分析，股指期货会给股市带来多大的冲击。虽然从价值投资的角度分析，这种冲击从较长的时间看会很小。利弗莫尔还是一个悲剧性的人物，原因是他最后终于犯了一个错误，而且是无法挽回的错误，当然那本书并没有做关于这个错误的描述，那时候他还十分风光。他在20世纪20年代的后期，判断市场已处于非理性炒作之中，所以一直做空直到1929年，转为做多，于是在1929年的大危机后他彻底破产了。几年后他在一间厕所里自杀。

不过，牛市的终结如果伴随着经济和企业盈利的下滑，投资者的损失将会非常惨重，但如果企业的盈利仍处于上升之中，牛市似乎又很难结束。正如目前流行的畅销书《对冲基金风云录》中的一个小标题"只有自大狂和傻瓜才幻想抓住顶部和底部"，因为无论我们如何判断，错误总会

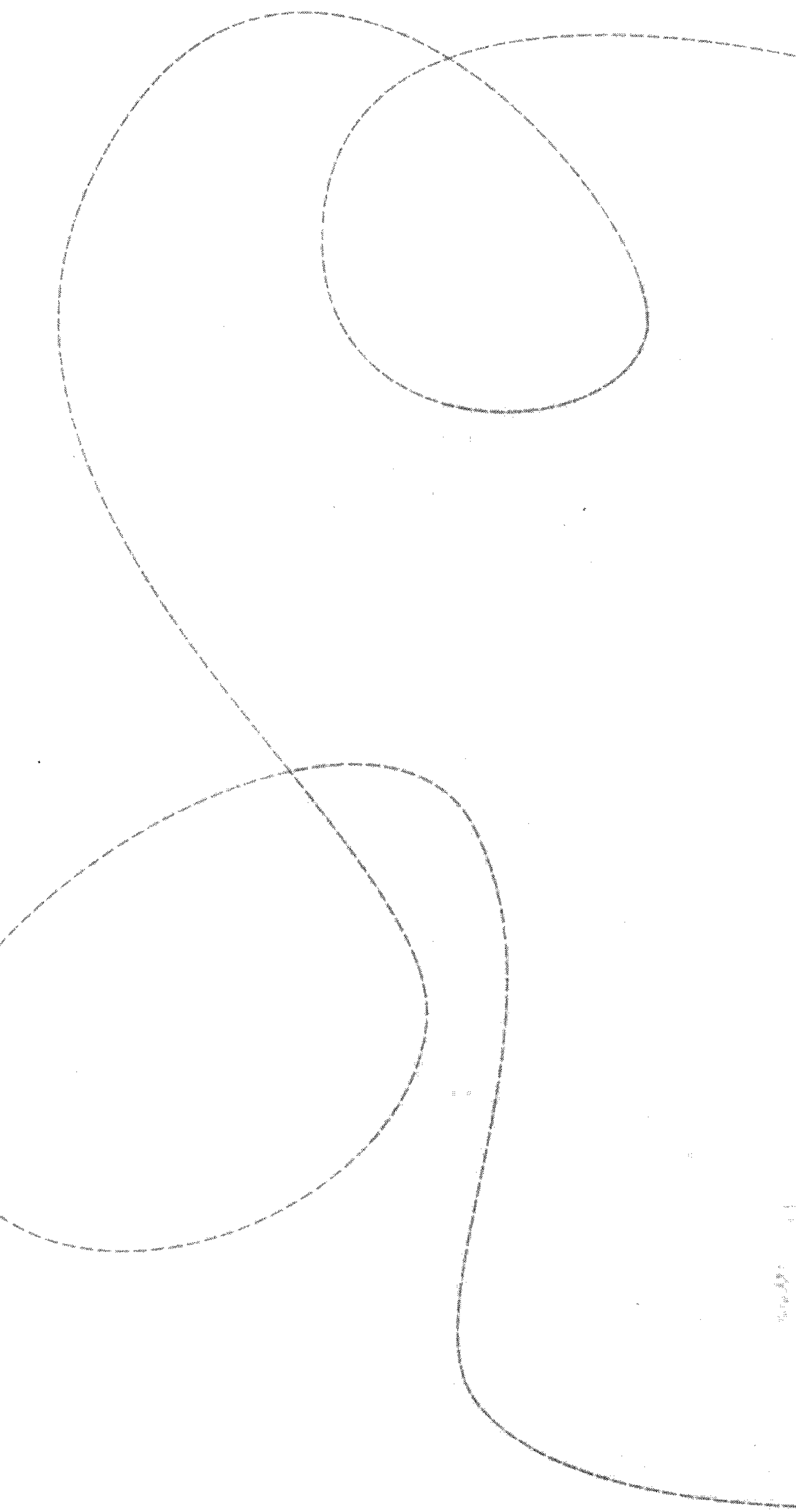
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在某个时候降临。

国内股市从2005年下半年至2007年上半年，两年不到的时间里已经上涨250%，市场的估值也从13倍左右上涨到30倍以上，无论从什么角度分析已经相当高，但另一方面，国内经济仍是一片繁荣，企业的盈利从2003年开始一直好于市场的预期。

目前中国股市可能存在两类投机者，一类是炒作没有价值基础的劣质股的投资者；一类是看空市场准备随时出局等待回调的投资者。这两种投机者的相同点在于：都希望超越企业的基本价值，获取更高的收益。如果投资者认同这样的观点，即从根本上看投资的收益只能来自企业本身，那么可以得出三个结论：投资者现在肯定在预支将来的收益，但如果将来的收益足够多，仍有利可图；其次，投资没有价值的股票，一定会在将来某个时候如数偿还；最后，即使股市调整，一直持股的投资者仍可获得企业成长的收益，而总是进进出出，试图判断股市顶部的投资者，从整体上看收益应小于长期持股者。

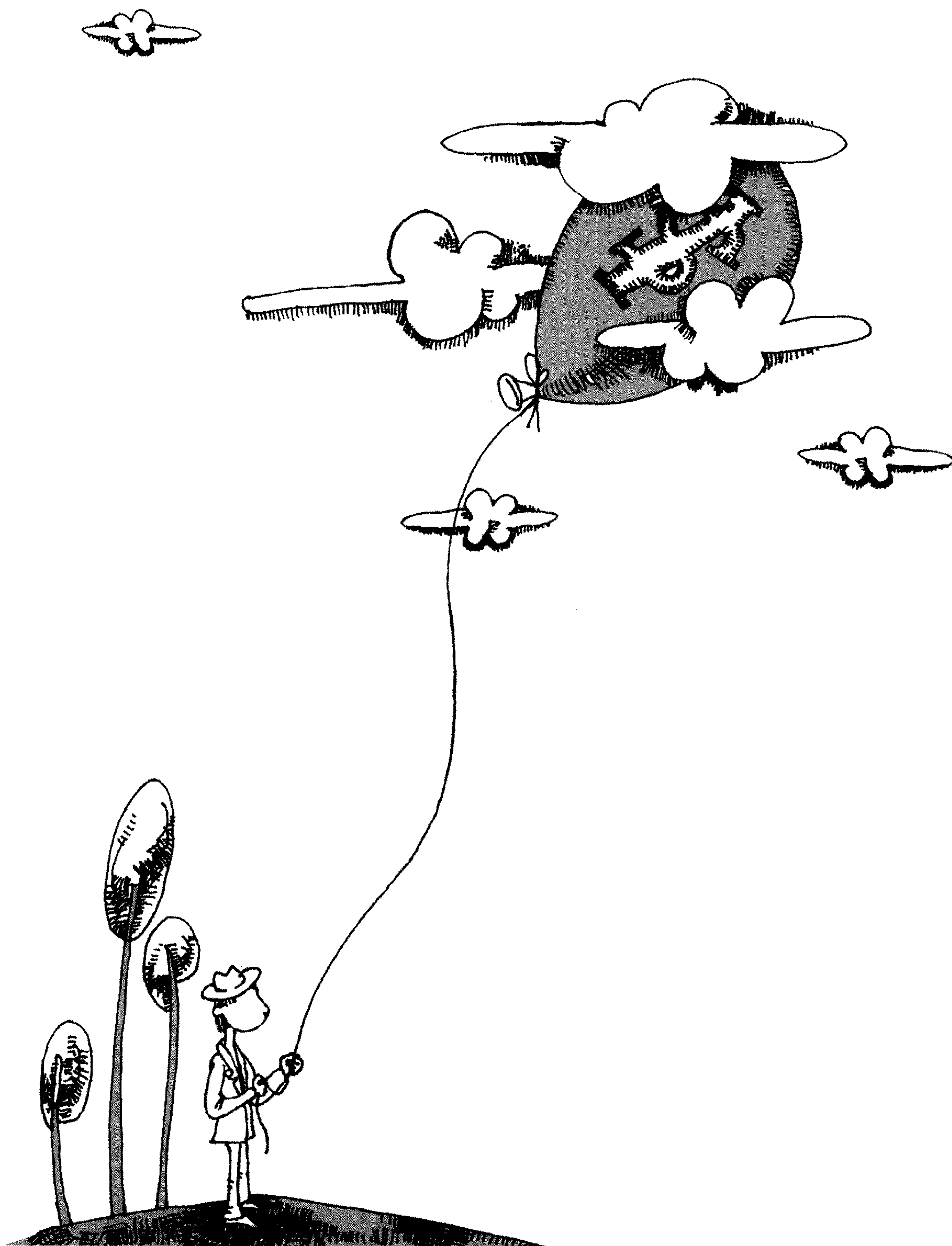
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分

市场永远是对的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　大牛市是怎么产生的

（漫谈对市场趋势的研究和判断）

泡沫如何会消失

2005－05－19

交易者的学习消除了泡沫

亚当·斯密一生只写过两本书，一本是给他带来一生荣耀的《国富论》，其核心论点的基础是人的自私本质；第二本书的名字叫《道德情操论》，实际上他在哥拉斯哥教授的也是道德哲学，这才是他的专业，而经济学可以说是他的业余爱好。这里介绍亚当·斯密并不是想讨论他的生平，只是想说说自私和道德这两个完全相反的特质可能并不相互矛盾。

股市里的投资者是完全自私的，所以最初的盈利模式大都是追涨杀跌。所有的证券市场也都出现过类似郁金香球茎的泡沫事件。这种事件的结果是所有的参与者都受到极大的伤害，而这种伤害将对下一次的行为产生重大影响。就像这两年房地产价格在珠三角的涨幅远小于长三角，其中一个重要原因是在上一次房地产泡沫中，珠三角的损失要远大于长三角。

有一个经济学家叫史密斯，他是做实验经济学研究的。这种研究的方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法是找一些自愿参加者，在一个模拟的环境中按设计好的程序进行实验。他做了一个有关泡沫产生和消失的实验，参加者在一个模拟的市场中交易，目标是收益最大化。第一次交易时，这些参加者不约而同地选择了哄抬物价的方法，但这种方法肯定不能持续，于是当价格下跌时，几乎没有赢家。所以第二次交易时，泡沫明显下降，但仍然存在。令人惊异的是几轮交易结束后，大部分的参与者都放弃了泡沫，选择互相合作。他最后得出结论：交易者的学习消除了泡沫。

如果看一看国内A股的市场，我们发现学习也在改变着投资者的行为特征。当坐庄的盈利方式破产后，人们仍想通过短期投机来盈利，但是总体而言参加博弈的人是亏损的，所以每次反弹的高度总是比最保守的估计要低一点，而且一次反弹比一次弱。2005年某大盘蓝筹股增发时，有许多投资者虽然对钢铁的基本面并不是非常看好，但是考虑到增发的增厚效应，所以仍重金参与。可是增发一结束，这些投机的资金突然发现自己已经接了最后一棒，于是反手做空，导致股价进一步下跌。这次解决股权分置试点的方案出台后，市场就更缺乏追涨的意愿了。可以看出投资者完全是自发地改变自己的观念和行为，当然也可以形象地说是一只“看不见的手”在起作用。

电影《无间道》中有一句台词“出来混，迟早都要还”，如果投资者面对的都是与自己一样的对手，你昨天挣了别人的钱或者骗了别人的钱，迟早会还给别人，那投资者为什么不放弃博弈呢。而且操纵股价制造泡沫有一个最大的坏处是上市公司可以圈钱。投资者要控制上市公司圈钱，最好的方法是股票价格低得让上市公司无法圈钱，除非上市公司是真的可以通过融资获得更好的收益。所以投资者最关注的应该是如何判断企业，并让企业为流通股股东创造价值。这个逻辑迟早会被国内市场接受，就像人类从自私的本质出发，最终都会发现道德只不过是维护个人利益的另一种形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重仓股已具有绝对吸引力

2005－05－30

近期市场中的优质股票出现大幅下跌，这出乎我们的预料。此前我们预期由于股权分置的解决会使市场进一步出现两极分化。市场有限的资金将向基本面较好的股票集中，对这批股票的持有将是战略性的，不能轻易抛出。但市场并没有支持这个判断，部分资金选择了离场，而一旦这种趋势形成，并在弱市下形成巨大的惯性，包括一些基金在内的机构也加入了抛售的行列，在增量资金没有进场的情况下，导致了目前的恐慌。

市场会在什么地方停止下跌，目前还很难判断，因为这由市场信心及投资理念决定。从我们的投资理念出发，我们相信股价最终会反映基本面，但如果市场信心不足，再好的股票也没人投资。我们无法判断市场什么时候能恢复理性，目前的市场信心严重不足，在悲观者看来，还有可能继续出现大跌；但信心变化的速度是非常快的，股价就好比弹簧，压力越大，其反弹的动力会越大。因此，市场在目前这个时候是最难确定的时候，大幅减仓和大幅加仓都面临着较大的风险，保持仓位并小幅增仓风险最小。我们对一些重仓股票全部重新进行了调研，我们仍然认为，这些股票是目前市场上最有吸引力的股票（作者写下本文时，上证综指正在1000点关口徘徊，就连一些基金重仓股也纷纷加入杀跌行列。在市场处于低谷、人气低迷的时候，敢于坚信自己的判断，并选择相对应的策略是需要勇气和智慧的——编者注）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

千万不要在黎明到来的时候下车

2005－06－06

2005年6月初时，大盘继续下跌，已逼近1000点，基金重仓股更是首次集体出现类似庄股崩盘一样的暴跌，毫无疑问这是中国股市历史上最黑暗的一周之一。但市场整体市盈率仍有18倍，300指数的市盈率也有13倍多。这说明指数样本股的估值水平已与国际接轨，但非样本股整体而言仍然偏贵。所以本次下跌仍在由于解决股权分置所引发的价值回归的范畴之内。

股票的波动是股市的本质特征之一，而蓝筹股的最终形成也必须经过市场波动的考验。基金是否重仓持有不是蓝筹股的决定因素，稳定的增长和持续的回报才是根本因素。所以这次大跌是一次考验，与其依靠“平准基金”托市，还不如相信市场本身。市场比我们想象的更有效，大跌中从没有缩小的交易量说明，尽管市场在估值上存在分歧和混乱，但价值投资仍被市场普遍接受。

如果以一列正从黑暗驶向黎明的列车比喻目前的股市，那还没有登上这趟列车的投资者可以等待黎明到来之后再上车，但还在车上的投资者千万不能在黎明到来的时候下车。（2005年6月6日，上证综指最低探至998.23点，当日收于1034.38点，可谓是黎明到来前最黑暗的时刻，至此之后牛市的列车轰然向前——编者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听数据说话

2005－06－28

给中国A股算算账

喜欢NBA的朋友，应该都看过2005年火箭与小牛队的第七场季后赛。赛前现场解说员说，在季后赛第七场的较量中，主队的胜率是75%，火箭队前景不妙，结果火箭队果真出现了创记录的大溃败。东西部半决赛时，NBA历史的数据表明，在2比2的情况下，谁赢了第三场，谁晋级下一轮的可能性是80%，结果这次是100%，无疑历史的统计数据得到了进一步的印证。中国的证券市场成立已有14年，历史并不长，但也有很多数据。这里让我们来看一看这些历史数据，让这些数据说说话。

根据中国证监会网站统计，中国A股一级市场从1991年至2005年上半年共筹资8500亿元左右；从1998年到2004年底，A股的投资者一共交纳了1600多亿元的印花税，股票成交总额为26万亿元左右，按照佣金费率计算，佣金总额应有1400亿元。这还只是7年的数据，加上1998年之前的数据，这两项费用至少还应增加40%以上。也就是说，A股市场14年来付出的印花税和佣金的成本在4200亿元以上。另据有关研究，2004年纽交所市价总值为12.7万亿美元，股票成交总额1万亿美元；2004年国内A股市价总值约3.4万亿元，股票成交总额4.2万亿元。我们的换手率比纽交所高了10倍多。

投资国内A股的总收益有多少呢？根据交易所报告，以2004年底为基准，两市的PE在24倍多，流通市值为1万亿元左右，不过2005年6月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两市的PE估计只有19倍，流通市值也只有9000亿元左右，流通股的价值几乎没有增长。流通股的分红收益近年来是0.9%，总计应不超过800亿元。所以14年来，A股投资者共投入了8500亿元买入股票，另外还花去交易成本4200亿元，收益是不到800亿元的分红。A股投资者如果现在卖出所有股票，仍然亏损3400（4200－800）亿元。如果投资者不投资股票而是投资债券，则每年至少可获得4%的年收益，那么以这些年投资者购买股票及交易成本的总投入12700（8500＋4200）亿元计算，14年的机会成本肯定超过4000亿元。也就是说，投资者如果不投资A股而是投资债券，至少可以多挣7400（8500×4%＋400）亿元。

如果上述数据可以说话，那么它会说：首先我们的A股市场从整体上看，14年来没有内涵式增长，企业的盈利除去0.9%的分红外，其余的都被浪费了。其次，A股交易太多，付出的成本太大，至少多付出了2～3千亿元的成本，主要原因当然是投机。最后，市场中的投资者缺乏专业能力，太容易掏钱给别人。这体现在两个方面：一是为股票的首发付出了太高的价格，如2001年中石化发行价为4.22元，4年后中石化却只有3.6元，这主要是投机炒作新股造成的。截至2005年6月，大约有40%的公司低于IPO发行价，如果以上市后第一天的收盘价计算，则只有300只左右的股票还是正收益。二是让太多没有投资价值的公司轻易圈钱，比如托普软件这样的公司，增发圈了数10亿元，现在市值全部蒸发了，没有任何收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场表现出信心　我们只是缺钱

2005－12－26

2005年年底市场终于表现出了信心，大盘虽然没有放量，但基金重仓股却明显地受到资金的青睐。市场没有像许多场外资金担心的那样下跌，而是在盘整之后选择上涨，这让许多场外资金心中忐忑不安。

但如果从基本面的方面分析，其实上涨是完全在意料之中的。首先是股价经过5年的调整，考虑到对价因素，已经比H股要便宜；其次，随着2006年的到来，投资者反思发现2005年年初对中国宏观经济的悲观预测是错的，所以市场开始变得较以前乐观；第三，本周公布了GDP的调整数据，向上修正了约17%，主要来自于服务业，这表明，中国经济并不像大家以前认为的那样单纯依赖投资和出口，也表明投资的增长速度很可能可以继续维持；最后，股改的速度明显加速，股改对价也基本固定，对股市上涨起到催化剂的作用。但问题是市场对这些基本面并不是一点预见性都没有，只是相当多的资金还是更愿意等待全流通的风险释放。

因为是年底，所以这段时间机构投资者跑得比以往更多一些，我总会重复我对于宏观经济仍会不错的判断，对估值已开始有吸引力的判断，对股市2006年很可能会好过2005年的判断。然后说，股市上涨的可能性很大，现在我们只是缺钱。不过，市场上不少的评论对此却有另一种解释，他们认为股市很难上涨的重要理由恰恰就是基金仓位很重了，所以基金重仓股已没有空间，大盘上涨也很困难，况且还有全流通的困扰。

但实际情况可能不一定是这样，因为，这个股市的投资者实际上包括

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个部分，一是基金经理这样选窗体顶端、窗体底端股票的人，另一个是做资产配置的资产管理人。美国有两个管理大学资金的基金经理，他们的工作就是选择大类资产和基金进行配置，近几年的年均收益超过16%，排名全美第一。这可以得出两个方面的结论：一是市场只有基金公司是不够的，还必须有资产配置的管理者，他们同样遵循价值投资理念，这样当市场最需要钱的时候，基金经理就会接到这些人的电话说，你现在的组合是什么，市场很便宜，我们想申购。第二个结论是，这些进行资产配置的管理者也是非常有专业水平的，其主要研究对象是宏观层面和不同大类资产的估值层面，比如2006年债市的吸引力很可能要低于股市。只要这些管理者的专业水平很高，就很难出现股市暴涨暴跌的现象，价值投资的也会体现得更充分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国故事是中国牛市的基础

2006-02-04

中国的牛市必须有中国的故事做基础，体现在股市上则表现为企业赢利的快速增长

2006年新年春节过后第一天，大盘就出现了令人吃惊的上涨，全球各大股市在美国加息周期将结束的预期下，也走出了开门红，但许多持币观望的投资者感到非常失望。这让人想起一个故事，伦敦有个资深的石油期货交易商，面对天天上涨的油价一点也不高兴。他的朋友说，这么好的牛市，你应该挣很多钱。这个交易商却指着远处一个年轻人说，他去年刚毕业，对石油期货几乎一点也不懂，但他才是个大赢家，也挣了很多钱，因为他不知道害怕，一直做多。美国有个著名的基金经理在他的传记中也记录了类似的故事。他说，公司在牛市来临之前，破格把还没有太多经验的他升做基金经理，因为每一次牛市来临时都有一个崭新的故事，这个故事与以往的经验完全不同，所以挑选没经验的年轻人，可以更充分理解这种新的变化和机会，却不会受过去经验的束缚。

3年前高盛经济学家提出了“BRIC”（即巴西、俄罗斯、印度、中国的英文第一个字母的缩写——编者注）的观念，核心的观点是全球四个地域广阔、人口众多的国家：俄罗斯、巴西、印度、中国（即“金砖四国”）存在经济起飞的巨大潜力和可能性，这四个经济体如果实现现代化，那么全球经济总量将出现巨大增长，全球经济秩序也会发生重大改观。考虑到这四个国家的人口几乎占全球的一半，所以以人口为基数的矿藏资源，成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了这两年全球基金的重要投资对象。即便如此，如果按西方的标准来消耗资源仍是一件不可能的事。因此关于 BRIC 这个故事的结果只有两种可能：一是这四个国家全部或部分经济起飞失败；二是资源的使用大大降低并出现替代。所以我们首先不能用以往日本或亚洲“四小龙”经济起飞的经验来看现在，其次这个故事就像网络故事一样，只是一种逻辑预期，未来的现实与这种预期是会存在误差的，有时还是非常大的误差，就像当初谁也不会想到是 Google 而不是亚马逊会如此成功。

中国的牛市必须有中国的故事做基础，体现在股市上则表现为企业赢利的快速增长。如果没有这个基础，中国是不会有牛市的。企业的增长主要来自国民的投资和消费，不过投资不会成为中国故事的核心。虽然目前投资是中国故事的重要部分，这可能恰恰是短期内中国股市受制约的一个重要原因。投资对企业赢利的贡献大都是一次性的，所以发电设备等投资故事的股票市盈率很低。因此，在中国的故事中，投资的比率一定要降下来。

数据表明，国有企业利润留存及财政收入比重过大是中国投资及储蓄率过大的主要因素，居民储蓄及养老体系不健全只是次要原因，所以中国故事中，一个重要的方面是企业的转变以及减税和财政的转移支付；第二个方面是消费及服务。这个故事是中国巨大市场优势的体现，国内股市中的牛股大多出于此；中国故事的第三个方面是自主创新。中国在软实力上与美国的差距是无法超越的，而一般加工企业，即便是有品牌的企业如海尔，对投资者也是没有吸引力的。只有在技术上有优势的企业如华为和中兴等，才可以在国际化的过程中给投资者带来巨大的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史无前例的投资“黄金时代”

2006－04－08

如果不是在一个好的时代，想当英雄是很难的；同样，如果不是在一个好的市场之中，想通过长期投资一个企业而获得巨额财富也是很困难的

“男儿何不带吴钩？收取关山五十州。请君暂上凌烟阁，若个书生万户侯。”这是晚唐奇才李贺《南园十三首》中的第五首。李贺一生仕途不顺，因此十分羡慕初唐被唐太宗选中的24位功臣，唐太宗将这些对大唐创建有特殊功勋的功臣的图像绘制在皇宫凌烟阁内。我们这一代人大多听过单田芳的《隋唐演义》，书中秦叔宝、程咬金、徐茂公等都名列24位功臣之中，只是排名非常靠后。

李贺羡慕这些英雄都生活在一个伟大的时代，能以武功或奇策博取功名。他在《南园十三首》第七首中甚至幻想“见买若耶溪水剑，明朝归去事猿公”，希望能成为一代奇侠。李贺的诗词瑰丽、雄浑、不拘一格，深得毛泽东的喜爱，但他心高身弱，加上仕途沉沦，最终郁郁而死，年仅27岁。这个结局很容易让人想到另一个悲情人物贾谊。

中学课本里有一篇《过秦论》，相信很多人在中学时都背诵过，当时的君王汉文帝非常欣赏贾谊的才学，所以招他面谈，“可怜夜半虚前席，不问苍生问鬼神”，汉文帝本人笃信黄老道学，他那个时代的国家策略也是无为而治，这同贾谊有所作为、主张改革的风格根本不匹配。因此，贾谊最终也是郁郁而死，年仅32岁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20个世纪末美国一个著名的基金经理在采访中说，我每天早晨起床后都会感谢上帝，因为美国的股市是这样的完美，股票种类多、市场容量大、成长性高、治理水平好，没有比这更好的市场了。他当时的描述应该是恰当的。巴菲特就是在这样的环境中积累了让人惊叹的财富，而且使用的方法是一种大家都能明白的价值投资，只要买入好的股票，然后一直持有，很多年之后便成了巨额财富。

不过这样简单的财富神话在其他的证券市场却似乎很少听说，一个重要原因是这个故事不是在什么地方都能发生。首先这个地方的市场一定要足够大；其次是支撑这个市场的经济体不仅总量大，还要有比较高的成长性；最后是投资者选股要准确，要选准那些将来的伟大公司。从这个角度看，美国确实是当时最好的市场。那时的美国不仅成为世界上最发达的国家，有最大的科技公司，代表其文化的消费品像宝洁、可口可乐、麦当劳等也成了全世界的消费品。这些公司的销售收入几乎有一半来自美国之外，其股价的上升幅度自然也是数十倍甚至上百倍。不过时过境迁，如今美国股市的收益并不算好，尤其是从2003年之后，美国股市的年收益率10%都不到，但与此对比鲜明的是摩根斯坦利“BRIC”指数上涨了260%。

在这里提起李贺和贾谊，是想说明一个问题，如果不是在汉武帝或唐太宗的时代，想当英雄是很难的，因此可以说李贺生得太迟，贾谊生得太早。同样，如果不是在一个好的市场之中，想通过长期投资一个企业而获得巨额财富也是很困难的。

据统计，国内股市从2003年初至2006年收益率最高的前17名股票中，中兴通信排名第一，3年间上涨了330%，随后是东方锅炉320%、贵州茅台300%、海油工程270%，宏达股份、振华港机、航天电器、盐湖钾肥、苏宁电器、大商股份、天威保变的涨幅都超过了200%，再后依次是烟台万华、张裕A、双汇发展、厦门钨业、万科A，涨幅也都高于160%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些股票几乎都是白马股，是各行业的龙头。除振华港机和东方锅炉有些特殊外，都处于自主创新、消费和资源及能源三个领域。

这样的统计结果表明：第一，国内股市有相当多股票的收益是非常优异的；第二，价值投资是一种非常适用的投资方法；第三，这些股票的行业特征非常明显。考虑到 2003 年我国人均 GDP 刚超过 1000 美元，这些企业的成长离成熟还有相当的距离，因此这些股票今后的上涨空间仍然巨大（截至 2007 年 10 月 25 日，这些股票的涨幅都非常大。以贵州茅台为例，2006 年 2 月 6 日收于 47.4 元，2007 年 10 月 24 日见到 199 元的新高，这还不包括在此期间的送股派现——编者注）。这对投资者来说是一件天大的好事，现在这个时代也很可能就是一个史无前例的投资“黄金时代”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大牛市到底有多大

2006－08－22

国内股市经过2006年上半年的大涨，市场已基本表现出对将来的信心，而从现阶段股市估值的情况看，经过前两个月的盘整，虽然在结构上还存在不少问题，但以酒类及零售为代表的消费类股票及自主创新类股票都有较大幅度的回调。至2006年8月，市场的市盈率又差不多回到25倍以内，PEG指标也已基本低于1；由于大盘股中H股较多，比较H股的价格，可以发现大盘A股在估值上也没有什么劣势。但现在的问题是，在目前的估值基础上，国内股市合理的预期收益率到底有多大？或者说，如果我们确实正经历着一个大牛市，那么不从技术派的数浪或黄金点位之类的角度计算，这个大牛市到底有多大呢？



现在简单假设，如果股市只有一只股票，这只股票的净资产是每股1元，净资产收益率ROE（衡量股东投入的资本回报指标＝净利润/

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东权益——编者注）是10%，市场股估值以PEG等于1为均衡价格，那么这只股票的每股收益是0.1元/股，股价是1元。如果公司仍处于上升期，每年赢利都用于再投资，那么第二年这只股票的净资产将变成1.1元/股，ROE仍保持10%，每股收益则变成0.11元/股，在市盈率不变的前提下，股价变成1.1元，这只股票的年收益为10%，与该公司ROE相等。如果这个公司提升了效率或技术，ROE在第三年提升到20%，其余条件不变会怎样呢？该公司每股净资产将变成1.21元/股，每股收益将变成0.242元/股，每股收益增加了120%。但是由于每股收益增长幅度非常大，市场会修正该公司未来的增长率，所以股价的增长将会超过每股收益的增长。如果市场预期该公司将来的净利润增长率达到20%，因为PEG等于1是均衡价格，那么这只股票的市盈率会上升到20倍，其股价也将变成4.84元，涨幅为4倍。

这个简单的算术就是2006年以宝钛股份等为代表的股票成为涨幅惊人的大牛股的秘密。统计数据表明，从2002年开始，中国股市平均ROE处于涨升之中，到2004年达到顶点8.87%，2005年略有下降为7.85%；而其中流通市值最大的70只股票的ROE却在2005年达到最高14.9%，其余股票的ROE则在2005年底处于最低点，从2004年的5.77%锐降为3.5%。

这些数据可以说明以下两个结论：一是如果中国的上市公司不用较低的价格买入股市之外的优质资产，在估值不变的前提下，中国股市的总体收益率将与市场平均ROE相当，约8%；其次，当ROE发生变化时，股价的弹性非常大，比如2006年上半年，虽然上市公司的平均利润是下降的，但由于中、小规模公司的ROE出现改善，会使得这些公司的表现非常优异。当然如果公司ROE出现恶化，那么股价向下的弹性可能会更令人难忘，比如2005年中、小规模股票的表现就是非常糟糕的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资也是一门科学

2006－09－04

如果投资也是一门科学，可能是最不含糊的科学

20 世纪初，胡适作为新文化运动的代表人物从美国学成归来，他面对当时国内的文化氛围，写了一篇著名的文章《少年中国之精神》。文章介绍了西洋科学的三个特质：一、注重事实。用事实做起点，不要问孔子怎么说、柏拉图怎么说。二、注重假设。王阳明对着庭前的竹子做了七天的“格物”，格不出什么道理来，反而病倒了。科学最重假设，观察事物之后进行假设，并看这假设是否可以解释所观察的事实。三、注重实证。从许多假设之中挑出一个最合用的假设，并以事实验证。若不经过这一层实证，只可作为待证的假设，不能认作真理。

2006 年年初，曾读了一份关于美国证券市场前景的调查报告，接受调查的是一些大券商或资产管理公司的 CIO（投资总监）。印象非常深的是大多数人对 2006 年美股的走势比较乐观，近半数的 CIO 认为 2006 年美股可以站在 12000 点之上，只有两位受访者表示悲观。乐观者当然有乐观的理由：美国房地产的降温是谁都已预期到的，但美国自从网络泡沫破灭后，企业在 IT 上的投资一直不够，所以美国的消费也许会随房地产的降温而下降，但投资很有可能会上升，这会在很大程度上抵消消费的下降；另一方面，全球第二和第三大经济体日本、德国的经济增长会好于 2005 年，况且还有中国和印度这样的发展中国家正处在起飞阶段，要想让增长速度下降可能比上升还要难。只是现在看来，投资专家们似乎对困难估计不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足，因为现在如果你在美国，感受肯定与在中国完全不一样。现在美国的房子虽然也一天一个价，但变动的方向却是向下。有些急于脱手的人甚至会送厨房新装修外加汽车，仍乏人问津。美国股市在 2006 年头 4 个月的表现虽然与主流的预期基本一致，但此后就开始渐行渐远。2006 年又是大多数投资专家预测不太准的一年。

如果投资也是一门科学，可能是最不含糊的科学，因为任何假设的错误都会带来直接的损失。霍金的宇宙大爆炸理论虽然高深，但实证却不如股市这么快。美国投资者年初没有料到房地产下降势头会这么快，也没想到油价会涨那么高，所以他们的收益很糟糕。而 2005 年时投资者普遍认为 2006 年中国企业利润会下降，但中报披露的数据显示净利润比上年同期上涨近 8%，加上股改对价约 25% 的收益以及由于净资产收益率的上涨而带来估值的上扬，股市的涨幅应在 40% 左右，这与实际结果很吻合。

所以，判断股市的前景也应从事实出发，而不是大牛市这样观念性的前提。如果全球经济不硬着陆，国内经济发生大变的可能性就不大，所以股市 2007 年很可能仍是一个不错的年份，只是会比 2006 年的收益要低 25% 左右（2007 年股市从年初的 2700 点最高涨至 6124 点的事实也说明，中国经济没有发生大变，2007 年是一个相当不错甚至超出大多数人预期的市场。——编者注）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 点后还有多高

2006－11－27

如果估值水平由现在的 21 倍升到 25 倍，那么股市可以上涨到 5000 点以上。这并没有考虑大蓝筹回归及新股发行的影响

新赛季姚明俨然成了超级中锋，最直接的原因恐怕还是队友增加了传球，因为他的投篮命中率一直都是队内最高的。从篮球的进攻看，只要每个队尽量增加出手机会，并提高投篮命中率，得分就一定会提高，这就像企业的利润，无论细节如何，只要净资产以及净资产收益率（ROE）在增加，盈利就一定会增加。

大盘在很多人的担忧中安然突破 2000 点，如果剔除亏损企业，市场平均市盈（P/E）率约 21 倍，市净率（P/B）约 2.3 倍。直观地比较，国内大盘股如银行、钢铁等股价基本低于 H 股。2000 点之后市场会怎么走？可能是每个投资者都非常关心的问题。本文无意讨论打篮球时命中率如何重要，但从价值投资角度看，与这个道理相似的上市公司 ROE，却是分析这个问题的一个核心环节。

2006 年 11 月，全球主要市场指数 ROE 及 P/E 表

	道指	标准普尔	日经指数	英国	恒生
P/E	21.22	17.6	21.5	17.5	14.07
ROE	19.05%	23.51%	10.00%	32.88%	27.71%
P/B	4.04	4.14	2.15	5.75	3.90
	恒生中资企业指数	印度孟买	俄罗斯	巴西圣保罗	中国 A 股
P/E	17.64	25.05	7.94	11.76	21.4
ROE	17.16%	28.41%	22.91%	22.91%	10.88%
P/B	3.03	7.12	1.82	2.69	2.33

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在不考虑融资的前提下，如果上市公司净资产是确定的，那么决定上市公司净利润水平的唯一指标就是ROE；而如果进一步假设所有上市公司的分红率是确定的，亦即上市公司净资产的变化是确定的，等于上年的净利润减去分红，那么决定上市公司业绩增长幅度变化的唯一指标就是ROE的变化。也就是说在分红率不变的情况下，净利润的增长一部分是固定的、外延式的，来自于净资产的增长，另一部分则是变动的、内生的，来自ROE的增长。

从价值投资的角度分析，股指的涨跌主要取决于业绩的增长和估值的变化。如果上市公司的ROE处于一个上升阶段，那么除了由于净资产增加而带来净利润的外延增长外，ROE的上涨还会带来额外的内生式利润增长，这时候企业净利润的增长往往会超越人们的预期，比如2006年上市公司净利润远超预期，直接原因就是市场平均ROE由2005年的8%增长到2006年前三季度的接近11%。另一方面，市场估值的高低也主要与ROE的变动相关，即ROE上升，估值上升；ROE下降，估值下降。这个变化过程也就是牛市和熊市的变化过程。

通过简单的计算我们可以发现，如果中国上市公司的分红率为20%，以2006年上市公司的ROE值11%为基准，如不考虑其他因素，上市公司每年的ROE增长1%，利润将增长20%左右，这种趋势维持4年，利润将会增长一倍以上。如果估值水平同时上移，比如由现在的21倍升到25倍，那么股市可以上涨150%，也就是5000点以上。这并没有考虑大蓝筹回归及新股发行的影响（如今这些逻辑推理已在2007年的国内股市一一实现，并且是超预期实现——编者注）。从现有数据看，全球主要股市除日本外，ROE水平全部大大高于中国，在18%以上。现在的问题是，股改之后，上市公司在市场化的驱动下，通过改善经营和资产整合，能否使上市公司的ROE水平与国际接轨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史会重演吗

2006－12－04

“股价取决于公司的收益；企业收益的多少取决于美国经济，美国经济每隔16年至18年总会扩张一倍；如果历史能够持续，那么一个人平均70年的生涯，其投资收益至少可能增长8倍；当股价上涨的速度高于收益增长时，投资收益会更高，当股价上涨速度低于收益增长时，投资收益会降低。”这是20世纪60年代美国一家基金公司在宣传册上的“基本投资哲学”。他们认为理解和相信上述逻辑是成功投资教育的宗旨——购买股票或基金，你就能获胜，你不需要运气、小道消息或人际关系，也没有必要频繁买卖股票或基金以躲避熊市。如果你认为依赖运气或小道消息就能赚钱，那你很可能会像巴菲特告诫的那样，一个百万富翁破产的最好方法之一就是听小道消息并据此买卖股票。

美国投资者在经历了上世纪60年代末那个所谓技术股狂潮的破灭后，开始深信上述哲学，虽然一些明星基金经理正是技术股的主要倡导者，但他们随着1969年的股灾也从此消失。不过问题依然存在，宝丽莱、麦当劳和GE等神奇蓝筹公司迅速受宠，投资者兴冲冲地进入股市，“Nifty Fifty”（“漂亮50”）成了上述哲学的典型代表。这些公司的股价市盈率一般是40倍到50倍，最高的宝丽莱在1972年达到97倍。这种观念的流行现在看来可能并不合适，但却是非常容易理解的，因为美国经济在20世纪50年代之前总是在萧条和繁荣之间波动，投资者不相信公司能带来持续稳定的利润增长，到20世纪70年代，投资者终于相信投资成长类龙头股是“一锤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定音”的明智之举。

但历史的发展却常常出人意料，尼克松的“水门事件”、越南战争和石油危机，又一次使投资者的信心崩溃。1973 年股市开始下跌，“Nifty Fifty”前 20 名输家下跌幅度为 50% 到 85%，比如麦当劳的市盈率由 75 倍跌到 18 倍。人人都担心未来的经济，谁还会相信这些公司真能给投资者带来收益？但是现在我们知道，即使投资者当时在最高点买入，如果持有到现在，大部分公司的回报仍然符合当时的预期。

中国经济进入 21 世纪后一直处于扩张之中，中国的投资者也越来越认识到投资基金是可以盈利的；而经历了前两年经济高速增长，股市收益为零甚至亏损的阶段后，2006 年以来的投资收益开始明显大于企业收益的增长。也许 2006 年股市的估值还属正常，但考虑到仅居民储蓄就近 16 万亿，而市场流通市值才 2 万亿，加之不断飙升的蓝筹股，没有人知道，中国的投资者信心在将来会不会出现波动，而股市像现在这样没有风险、只有收益的局面还能持续多久。

人类一思考，上帝就发笑。如果你相信股市有风险，那么这种波动就应该是不可避免的，除了少数幸运者，可能大部分人都很难躲过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市预言家

2006-12-11

股市的预言家并不是靠摆弄水晶球，判断中国目前正经历的牛市能走多远或多高，也不在于我们的口号或愿望

一个美国同行曾对我说，谁是华尔街最有权势的人呢？不是基金经理，也不是证券公司 CEO，甚至不是巴菲特，而是艾比·科恩女士，高盛集团投资政策委员会主席。中国投资者对她可能并不熟悉，但在美国，她却是大名鼎鼎。她在福布斯 2005 年最有权势的 100 名女性中排名第 19，被路透社誉为“华尔街最有影响的分析师”，是华尔街的预言家，每年年底投资者都会认真聆听她对来年的看法。

1991 年美国股市探底 2365 点，科恩开始鼓吹阶梯式上涨的牛市，她认为科技进步将迎来一个以科技和电信为代表的长期牛市，她从不看空。而曾任富达基金的维尼基则不这样认为，他想股市有涨一定有跌，所以在 1995 年他坚决看空股市，卖出股票，大量持有债券。但 1996 年美国股市继续上涨，债市大跌，同年 5 月，维尼基辞职，这个事件可能是富达公司发展史上的一个重大挫折。而就在这一年，由于谣传科恩看空后市引发了市场的恐慌抛售，以至于她不得不出面辟谣。但到了 2000 年 3 月，科恩却突然在媒体上宣布，“10 年来我们的组合模型首次不再超配科技股，我们也将股票的权重从 70% 降为 65%”。差不多同时，摩根斯坦利的迪安却仍旧看好后市，他宣布将股票权重从 70% 调升至 75%。但市场显然只能听见科恩的声音，NASDAQ 开始崩溃，众多网络股也随之消失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市实际上从2003年就步入牛市，因为企业盈利从那时起就一直处于上升阶段，从未停止（不过对于大多数投资者而言，当时却并未分享到企业盈利增长的好处。除了少数盈利增长强劲的公司如贵州茅台、中集集团、云南白药等，多数公司的股价一直下跌，直至2005年5月股改开始后才相继企稳——编者注）。以价值投资的理念分析，资金或人民币升值其实并不是股市上涨的根本动力，甚至GDP增长的快慢与股市上涨也不存在必然联系，只有企业的利润目前才是决定股市涨跌的根本原因。最近重读1996年科恩发表的文章《一种重要的力量》，她将美国GDP增长缓慢而股市上涨却不慢的现象归结为三个原因：一是上市公司利润比全国平均水平要好；二是美国公共开支减少压低了GDP，但对上市公司影响却不大；三是海外投资收益增长较快。

股市的预言家并不靠摆弄水晶球，判断中国目前正经历的牛市能走多远或多高，也不在于我们的口号或愿望。但如果按照企业的盈利来分析股市的未来，我们则必须分析经济的未来以及企业的效率。从目前的情况来看，好消息包括企业的ROE在提升：数据表明，大型海外国企的销售额持续增加，使资产周转率上升；存货周转率在增长，导致成本下降；资金流转周期变短，利息费用减少；产业结构变化，高ROE的消费、服务及技术企业占比提升。不好的消息则是经济将进入减速阶段；大型国企的利润目前可能受益于其垄断地位，而将来这种垄断如果消失，其利润也许会面临较大压力（从2007年以来的表现看，显然是好消息占了上风——编者注）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资故事多

2006－12－18

2006年层出不穷的投资故事成就了流通股东一万多亿财富的增值

“我行过许多地方的桥，看过许多次数的云，喝过许多种类的酒，却只爱过一个正当最好年龄的人”，这是作家和学者沈从文的一段经典文字。关于沈从文，许多中国人都知道他的小说《边城》，但他在上海公学教书时的一些事也许并没有多少人知道。那时的名门之后张兆和不仅人美，功课也好，还是校体育冠军，是公认的校花，追求者众多，沈从文就是其中一个。据说沈从文在作业本里夹带情书，张兆和招架不住，告到校长胡适那去了。胡适虽然自己是包办婚姻，此时却笑着说，他只是顽固地爱你。张兆和很干脆地回答，我顽固地不爱他。不过沈从文没有气馁，他会讲故事，他开始找理由去张兆和家，给她的弟弟讲故事，讲各种各样的故事。总之他赢得了张兆和家人的好感，最终我们知道沈从文和张兆和结为伉俪，几十年忠贞不渝。

这个星期，上证综指创出了2600点新高，尽管道琼斯88指数仍只有167点，离1997年最高点203点还有一段距离，但无论如何，现在大家基本有两个共识：首先，市场确实处于牛市之中；其次，中国越来越多的居民开始选择投资股市。仅仅在一年多前，中国股市还是岌岌可危。大多数人可能也是“顽固”地认为，中国股市只是一个投机的场所。

股市天翻地覆的变化，首先是来自资金对投资故事的不断认同，就像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

故事改变了沈从文一生，2006 年层出不穷的投资故事也成就了流通股东一万多亿财富的增值。股改的收益 25%；消费类企业业绩超过预期，所以 2006 年上半年像茅台这样的股票就有了翻番的收益；人民币升值不仅使地产股前景无限好，也表明中国经济处于一个较长时间的高增长阶段，所以银行的坏账不会大量出现，而投资银行就等于投资中国经济，这使银行股在一段时间内吸引了所有人的眼球；既然中国经济会持续较长时间，那么周期类行业的周期性会变弱，在三季度业绩的印证下，钢铁和工程机械等估值提升。

现在又到了考虑 2007 年的时候了，所得税和会计政策改变很可能会贡献 10% 以上的收益；内需型企业在明年的增长是最没有悬念的故事，所以估值当然可以看高一线，而大盘的新高也正是以茅台上涨为核心实现的；业绩增长超过预期的公司很可能在 2007 年一季度有最好的表现，尤其是一些名字陌生、主营业务沉闷、估值还在去年水平的公司；中国工业企业已经连续 4 年业绩增长超过 20%，所以其他公司 2007 年业绩增长的可能要大于下降。只是重估的故事越来越少了，因为从价值投资的角度看，大部分股票的估值已很难用便宜两个字来形容。不过，毕竟中国股市可能正当我们所能经历的最好时期，只要 2007 年不出什么大事，只要中国投资者能够保持理性，在估值上不要走得太远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007：开尔文式的新年祝词

2007－01－15

牛市已经确立，不过我们的市场可能也存在着两朵“乌云”

2007 年新年到来之际，由于地震，海底光缆受损，MSN 突然不能工作，这让很多人感到不习惯。人类历史的第一条海底通讯电缆于 1951 年架设在英国和法国之间，5 年后，以英国物理学家汤姆逊为负责人，大西洋海底电缆开始铺设，而汤姆逊也因此被英国政府封为爵士和男爵，后来他就改名为开尔文男爵。

历史上，开文尔男爵最为人所熟知的是他在 19 世纪最后一天发表的新年祝词。他说，物理大厦已经落成，所剩的只是一些修饰工作，但随后他却提出了著名的“两朵乌云”之说：物理学晴朗的天空有“两朵乌云”，“第一朵乌云”出现在光的波动理论上，“第二朵乌云”出现在关于能量均分的麦克斯韦－玻尔兹曼理论上。简单的解释是：经典物理学的理论在这“两朵乌云”面前出现了无法自圆其说的灾难，而这个灾难则必须要由发明量子概念的普朗克和伟大的科学家爱因斯坦来回答。

经历 2006 年的大牛市之后，2007 年新年之际，投资者也完全可以像开尔文在一百多年前的新年祝词那样说：牛市已经确立，今后的一段时间内，中国股市仍会身处其中，这与 20 世纪末中国并没有太多基本面支持的牛市是有本质区别的。从 2005 年底中国 GDP 的重估开始，这个牛市的基本框架逐渐清晰：首先是与印度等“金砖四国”一起经济起飞，这次增长因四国巨大的幅员和人口，其幅度和时间也是前所未有的。其次由于中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和印度大量高素质劳动力的供给，使全球范围内劳动生产率的提升快于工资，从而使企业赢利增加。美国标普500公司赢利已连续16个季度超过两位数。第三，全球资金过剩和利率偏低，使企业的利息支出占比下降，赢利上升。数据表明，中国企业的利润较20世纪末的上升，主要来自投资中自筹资金的上升及利息占比的下降。最后，全球经济一体化及私人资本公司的壮大，全球企业的购并和整合使经营效率不断上升。2006年不仅全球购并创新高，中国企业的购并总额也超过1000亿美金，增长近7成。中国股市还解决了全流通和赚钱效应这两个牛市的最后障碍。

不过，我们的市场可能也存在着两朵“乌云”：一是市场均衡尚未形成，这不仅表现在2万亿的流通总市值与可供投资的17万亿存款之间的巨大差异上，还表现在估值上。从2006年底开始，股市的上涨主要已不是由于企业赢利驱动，而是估值的波动。根据UBS的研究，目前A股的估值相当于30%的ROE水平，而国内A股2006年的ROE最多只有13%。第二朵“乌云”是目前入市的投资者并不熟悉股市的风险，也未必接受长期投资的理念。当市场风险出现时，这些资金如果选择撤退，则会遭受双重打击（从2007年的市场演变看，这两朵“乌云”至今还继续漂浮在市场上空——编者注）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是否是传说中的那次调整？

2007－02－05

没人真正知道将来会如何发生，任何这种企图也像追逐风一样没有意义

世界上没有什么事是新的，人们总是在重复过去，上帝会让适当的事在适当的时候和地点发生。这是圣经传道书中的一段经典语录，虽然这段语录充满宿命的色彩，但 2007 年 2 月初中国股市却又一次验证了这段论述。

如果从价值投资角度预期，2007 年中国股市的收益不会很低，因为上市公司总体利润的快速增长仍未出现逆转迹象。从 2001 年到 2006 年，中国规模以上工业企业的利润已经增长 4 倍，增长的幅度和持续时间都是空前的。一方面由于中国经济以每年超过 10% 的速度增长，使得企业销售收入大幅增长；更重要的还在于企业赢利能力的改善，这使本次经济增长与 20 世纪 80 年代和 90 年代初期的两次增长根本不同。这主要体现在企业利息负担的差异和劳动生产率相对于工资增长的差异上。上两次的经济快速增长由于生产能力不足，都造成了通货膨胀，从而引发利率上升、利息负担加重，抵消了企业扩张带来的利润增长；另外这 5 年由于中国大学扩招，使得大量高素质劳动力进入市场，中国每年新增大学生数量已由 20 世纪末占美国的 1/4 上升为美国的 2 倍。而且中国每年的研发投入已跃居世界第二，仅次于美国，中国每年新增专利也超过德国排名全球第四。数据表明近年来中国劳动生产率的增速是美国的 2 倍以上，而且大大超过国内工资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增长速度，这不仅增加了企业的赢利水平，也使中国产品竞争力不断增强，成为人民币升值的根本原因。

即使有如此高的企业赢利增长，上市公司近年来利润的平均增长幅度也就在 20% 左右，这意味着投资股市的平均收益应与此相当。如果 2006 年中国股市还存在估值优势，那么 2007 年股市的收益应该恢复到企业利润增长的轨道上来。这一点与 2006 年的印度股市颇为相似：由于 2005 年印度股市的良好表现，引发共同基金急剧扩容，与中国 2006 年年底以来排队申购基金的情况完全相似，但从 2006 年 4 月份开始，印度股市出现调整，当时股市市盈率达 35 倍，Sensex 指数从 12000 多点跌至 9000 点，广大新“基民”刚入股市就品尝了亏损的苦酒，半年之后市场才重新回到下跌的起点。

如果大部分投资者相信价值投资，2007 年股市最好的预期可能就是 30% 左右的收益，虽然谁也不知道股市的估值水平会不会进一步上升，中国的宏观经济会不会显著偏离预期，但这种结果与当前几乎无限的投资热情之间却存在着巨大的差异。也许只有传说中可能出现的那次调整才是解决之道，但怎样的下跌才算是传说中的调整呢？正如传道书中说的那样，没人真正知道将来会发生什么，任何这种企图也像追逐风一样没有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大牛市什么时候会结束？

2007－04－02

如果工资的上升超过劳动生产率的上升，通货膨胀就会出现，中国的经济将发生逆转，资本回报也会恶化，也许那就是大牛市结束的时候

经济学有一个关于效用的命题。所谓效用，是指理性的人在消费不同商品组合时获得的满足程度。比如简化模型只有两种消费选择，一种是住房，一种是其他消费（姑且用现金来替代）。

设想一个人有100万元的资产，他在这两种消费中做选择，50万元购买了1套100平方米的住房，其余50万元用于其他消费，因为这个人是理性的，所以这种选择也肯定是所有选择中效用最高的一种。在这个消费组合中，增加或减少1平方米的住房与减少或增加5000元现金的效用是等价的。但是如果房价发生变化，这个人的效用会如何变化呢？如果房价下跌，大家很容易理解，这个人的效用应该是增加的；但如果房价上涨，可能就有不少人皱眉，担心效用是否下降了，这与人们的常识有关。可是正确的答案却是：无论房价涨跌，这个人的效用都得到了改善。

如果房价上涨，这个人减少1平方米的住房可以获得超过5000元的现金，所以他的效用增加了；如果房价下跌，这个人减少5000元的消费，可以获得超过1平方米的住房，所以他的效用还是增加了。所以人们的感觉与经济学的分析经常是不一致的。类似的例子还有货币升值，几乎人人都在说，货币升值会使股票上涨，因为日本、中国台湾都出现过这种情况，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但如果在均衡分析的假设下，货币升值或贬值与股价涨跌没有任何关系。比如人民币升值了，这会造成中国商品更贵，竞争力下降，出口减少，从而导致国内产能过剩，引起通货紧缩和经济萧条，这在一定程度上抵消了人民币的升值。但这个模型的结论与常识不符，主要是没有考虑劳动生产率的变化。经济学上有一个“巴拉萨－萨缪尔森效应”，说的是生产率变化对汇率的影响，本文不做详细分析，根据其会得出如下的结论：中国目前升值的主要原因，是可贸易品部门劳动生产率增长速度显著高于其他国家，如美国，过去4年我国劳动生产率增长速度比美国快1倍，这使中国的产品越来越便宜，必须用升值来抵消；但非贸易品如房地产的生产率则与美国相当，所以虽然房价上涨的速度可能太快，但房价上涨本身却不是任何调控可以阻止的，这是经济规律。因此升值与股市涨跌没有任何因果关系，只是同时出现的两个现象。中国股市上涨的主要原因是中国高素质劳动力大量进入制造业，而全球化不仅提供了技术也提供了市场，这又使中国劳动生产率快速提升，资本回报也随之不断改善。

不过天下没有不散的筵席。随着20世纪80年代后的劳动力进入生产领域，他们对工资的要求更高，付出却比上一代吝啬，这将使劳动力成本不断上升。如果工资的上升超过劳动生产率的上升，通货膨胀就会出现，中国的经济将发生逆转，资本回报也会恶化，也许那就是大牛市结束的时候。这与投资者的常识是否相符呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的“墨菲定律”

2007－05－14

很多人知道科学家牛顿是一个失败的投资者，他虽然发现了牛顿力学三大定律，却不得不悲叹：我可以计算出天体的运行却无法猜测人心。其实他这句话也不全对，因为他的三大定律在微观量子领域同样无效，在量子领域起作用的是量子物理的定律，比如测不准原理。2007 年股市涨到 4000 点时，一个突出的特点是两种不同投资策略的割裂，一种是价值投资策略，另一种则不是。相信有不少投资者面对不断上涨的股市，也会发出与牛顿类似的感叹。

如果你遵循价值投资策略，会知道股市中有一些定律是决策的基础，比如“均值回归定律”。这个定律告诉我们，投资者对股市的乐观和悲观呈周期性的波动；这种波动与基本面并不直接相关，所以股市估值的高低也是周期性波动的，与企业基本面同样不直接相关，因此估值过高之后一定会向均值靠拢。与这个定律相似的还有两个子定律，一是“周期类股票自由落体定律”，是说周期类股票无论现在如何景气，将来一定会陷入非景气，其股价也会像自由落体一样逼近净资产；第二个子定律是“蓝筹股弹性定律”，即一只蓝筹股如果出现经营危机导致股价暴跌，将来一定会在某个时候恢复原价。

不过 2007 年股市最活跃的定价者可能并不遵循价值投资策略，就像牛顿力学定律不适用量子领域一样，上述定律对这种策略也不适用，“行为金融学定律”才是这种策略的基础。比如“趋势延续定律”。这个定律告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诉我们，无论股市涨跌，趋势都会延续，而且基本面也往往如此。《股票作手回忆录》的主角美国投机家利弗莫尔就是一个很好的例子，虽然他在1929年做空股市，危机开始时大赚一笔，但在股市暴跌之后却迅速做多，但没想到利空会一个接一个，绵绵不断，最后终于彻底破产。国内股市2007年一季度的利润增长也是如此，可谓好上加好，出人意料地几乎翻番。

另一个定律是“交易安全定律”，即投资者的安全并不来自基本面估值，而是来自买入股票的成本，一个1000点入市的投资者在2000点获利出局，但当股市涨到2500点时，这个投资者又会重新入市，此时，2500点成了新的安全底线。所以只要交易量不减，市场投资者的安全底线就会不断抬升，直至“傻子重整”（fool rallies）即泡沫破灭时，会有最后一批投资者认为股市跌入安全线之下而冲入股市从而形成“双顶”。

还有一个定律“目标收益定律”，是说投资者的目标收益并不来自基本面估值与目前股价的差额，而是来自以前1年的年度收益率，比如2006年大盘上涨一倍，那么2007年的目标点位则在5000点。

这些定律是否有效呢，每个投资者都可以自己观察，但无论什么答案都不必手足无措，更不必焦虑。引用《墨菲定律》一书中的生命哲学定律，面对不断上涨的股市，投资者还是“微笑吧，明天可能会更糟（高）”。（墨菲定律：简单地说就是“如果有两种选择，其中一种将导致灾难，则必定有人会做出这种选择”。这说明容易犯错误是人类与生俱来的弱点——编者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场什么时候可以休息一下

2007－06－22

2006年至2007年一年多的上涨中，无论是大盘还是从业人员，看起来都有些疲劳，注意力集中的时间也越来越短。什么时候大家都能休息一下呢？这可能要看成交量的变化了，因为成交量越小说明休息的人越多。

不过从基本面的角度看，有些事还是值得投资者关注的。首先是通货膨胀，2007年以猪肉为代表的食品价格上涨幅度比较大，很可能会见到单月通胀超过5%的水平，所以升息或取消利息税是没悬念的结果（2007年以来，通胀迹象明显，CPI多次超过5%的水平，8月甚至达到6.59%的水平，创下11年以来的新高。与此同时，央行年内5次加息，一年期存款利率由2.79%升至3.87%。8月15日，国务院宣布将利息税从20%调减为5%——编者注），但更大的悬念却是这次通胀是短暂的还是一次转折。不同流派的经济学家会给出不同的意见，但如果因通胀继续从而导致利息高企，对投资者而言肯定不是一个好消息。从GDP的构成分析，利息本身会侵蚀企业的利润，而可能引起的宏观调控也会降低GDP的增长速度。企业赢利对GDP的增长速度的弹性如果是1∶10，那么2008年如果GDP增速下降2个点，企业赢利将少增20%，这将给以2008年的赢利预测进行估值的股票带来非常大的压力。

其次是汇率和外汇储备。外汇储备不停上涨，国内顺差也很难缩小。这会带来两个问题，一是出口的自我加强趋势。因为出口企业的竞争力强，所以谁先出口谁受益，因此扩大产能成为理性选择，消费增长反而受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到抑制，但这个链条越紧，产能过剩的压力就越大。其次外汇储备加大增加了人民币汇率和出口突然变化的可能性。当年日元在广场协议签订后大幅升值，再盯住美元，其实并不是完全没有理论依据的。因为这样做可以使产能扩张的自循环停止，降低将来产能过剩对经济的伤害，也能立刻使热钱流入停止。中国会不会大幅升值人民币，现在无法知道，但顺差不可能无限制增长，这就像股市不可能无限制上升一样，那转折时会不会平稳呢？投资者无法回答这个问题。

最后一点就是交易本身。数据表明以目前的换手率计算，A 股市场的交易成本已超过企业的赢利，而以往国内股市平均的换手率只是目前换手率的 1/3。这就像运动对于一个人来说是必不可少的，它能强身健体，但如果长时间运动，反而会损害一个人原本健康的肌体。如果股市继续上涨，换手率就很难降低。换手率下降，而市场平稳盘整，可能是市场参与各方都可以接受的一个选项，但这会不会出现呢？只能走着瞧。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数的空间

2007－09－19

即使在2010年出现崩溃，上证综指运行空间也可能是在4600点到13700点之间

一次，诺贝尔经济学获奖者、数学家约翰·纳什参加一个数学年会，会间休息的时候，有人给他出了一道数学题，有甲、乙两人分别从两个地点出发往中间走，这两个地点相距20公里，甲、乙两人的速度都是每小时10公里。甲还带了一条狗，这条狗的速度是每小时30公里，它先是和甲一起出发向乙走，遇到乙后就折返向甲走，遇到甲后再折返向乙走，如此反复直到甲、乙在中间会合。现在问当甲、乙在中间会合时，狗走了多远。约翰·纳什想了一会说，狗在甲、乙相遇时走了30公里。“对，”提问的人说道：“其实这个题目大部分数学家都会把狗来回行走的路线当作一个无穷级数来求解，这就很难口算解答了。解这道题目最好的办法是看甲、乙在相遇前走了多少时间。”“是吗？这道题是应该这样解，不过我倒是用无穷级数的方法求解的。”纳什这样回答到。

约翰·纳什是奥斯卡获奖电影《美丽心灵》的原型，人们很难达到约翰·纳什的智力水平，所以解这道题的可行方法是无法通过无穷级数的途径的。这一点就像判断5000点之后的大盘是否见顶一样，许多投资者总是希望能发现一种法术可以预知顶部，这样就能够逃避股市的大跌了。但实际情况是，承受见顶回调风险是投资获得回报的代价，如果不承受这个代价，也就没有回调之前更丰厚的回报。这就像用无穷级数解上文的那道题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样，也许只有最出色的数学家才可能有答案，但即使解出答案，恐怕获得答案的成本也会大大超过收益。这可能是很多投资家不太理会定量分析的一个重要原因。

虽然直接判断股市估值的贵贱有难度，但就像上面的数字题一样，其他的方法可能是可行的。比如 2007 年电解铝类股票涨幅惊人，其市净率（PB = 股价/每股净资产，一般说来，该比值越低，风险越低——编者注）达到 20 倍，以至于有基金经理惊呼经过数年培养的价值理念轰然崩溃。其实类似电解铝这样的周期类行业，故事大致是相同的，那就是单位净资产的销售额特别大，所以当价格出现变化时，其每股收益的变化也非常大。但如果这个行业的扩产周期很长或者是垄断，其高利润持续的时间会长一些，否则高利润必然带来高投资，而一旦价格出现相反变化，其利润下降的幅度同样快得惊人。因此，如果有人花 1 亿投资建了一个电解铝厂，现在要 20 亿卖给你，你是否愿意呢？成熟市场平均市净率大约是 5 到 7 倍。对于进入壁垒很高的行业，市净率可能并不重要，但如果进入壁垒不高的行业，市净率一定非常重要。

2006 年底上证综指 2700 点左右时，预计 2007 年上市公司业绩增长在 50% 左右，那么 4000 点从总量上看应是一个比较合理的位置。所以现在 5000 点的位置肯定包含了对 2008 年甚至后一年上市公司较好增长的预期，也就是说我们已在 2007 年提前兑现了往后一两年的收益。这在国内如此高的投资热情和仍然良好的经济增长背景下，也不能算太过分。2007 年上市公司业绩增长主要来源于两个方面：一是经济增长创新高，各行业超预期；二是全流通后，业绩改善以及企业整合与资产注入。这两个原因大大提高了上市公司的净资产收益率（ROE）。以 2007 年上半年的统计数据看，年化 ROE 达到 16% 左右，这中间有一些是一次性投资收益的水分。2006 年上市公司的 ROE 约为 11%，所以 2007 年上市公司业绩好于预期的直接原因是上市公司 ROE 大幅上升。成熟市场上市公司的平均 ROE 一般可以达到 20% 左右，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说明国内的行业整合、资产注入以及管理水平改善仍有可能提升上市公司ROE。在国内上市公司ROE水平达到成熟市场水平的情况下，我们就可以从上市公司总市值与GDP的比例来测算A股指数的空间了。

美国股市2000年崩溃时，上市公司总市值约占GDP的190%，日本1989年股市崩溃时，上市公司总市值占GDP的160%不到，但日本上市公司ROE很低，所以中国股市可以支撑的总市值很可能会达到美国的水平。而股市崩溃后，这两个市场的总市值仍在GDP的60%左右。2006年我国GDP为21万亿，2007年名义GDP可能会是24万亿，如果以每年13%的名义增长率增长，2010年的GDP可达到31万亿，如果按60%和200%的空间计算，总市值范围则为21万亿和62万亿。国内股市在5000点时对应的市值约为22.7万亿。

所以如果往后3年中国经济满足以下几个条件：中国经济保持10%的增长，通胀约为3%直到2010年底；中国企业整合购并以及资产注入持续展开，更多新股尤其是消费类新股会在2009年至2010年上市；上市公司经济效率保持目前趋势，ROE能达到18%到20%的水平，那么即使在2010年出现崩溃，上证综指运行空间也可能是在4600点到13700点之间。如果这个结论成立，那么目前的大盘从总量上就不能算很高。但这不表明目前所有的股票都不会大跌。事实上今后创新高的股票除了行业整合及资产注入的以外，长线看，更多可能来自消费类及拥有核心能力的技术和服务类公司。而2007年涨幅最好的公司显然不是这两种公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　悬念的背后是什么

（漫谈对热点事件的研究和判断）

利益的市场——由国航大幅减少发行规模谈起

2006－08－14

上市公司与投资者在发行价格和发行时机之间的矛盾，有时候会给投资者带来非常不利的后果

“北方有佳人，绝世而独立。一顾倾人城，再顾倾人国。宁不知倾城与倾国，佳人难再得。”这是中国的一首传统名曲。据说当年汉朝宦官李延年在一次宫廷演出时给汉武帝演唱了这首新曲，汉武帝大为感叹，而李延年的妹妹也就是在这个时候被当作歌声中的佳人，与汉武帝相识并由此得宠。故事的开局听起来似乎很美，不过结局可能就没有这么美好了，不久年轻貌美的李夫人突患重病，眼看撑不住了。武帝闻之大悲，亲自探望，但李夫人却以被蒙面说：我久病容毁，不能见您，请日后照料我们的儿子和我的哥哥。武帝说，所托之事自会照办，但希望能见最后一面。李夫人对这个请求却予以拒绝，武帝继续许愿，说：“如能见面会加赐千金，并让你哥哥做大官。”李夫人态度依然坚决，说你让不让他做官不在于见不见我，你看着办吧，武帝磨了半天实在没办法只得离去。武帝走后，李

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夫人才说，皇帝喜欢我不过是因为我貌美，凡因貌受宠的，色衰必然少爱，少爱恩情就会转淡。所以如果皇帝见我现在已无当日美貌，必然心生厌恶，想马上摆脱我，更别说会重视我的嘱托了。

本文无意从道德层面讨论这个故事的现实意义，不过像李夫人这样清醒地面对生活的灰色，却是可以给人不少启示。2006 年 8 月股市触底（1540 点）反弹，一个重要的原因恐怕就是中国国航改变了发行计划，大幅减少了发行规模，原因主要有两点，首先是在油价高企的时候卖航空股票，就像是在夏天卖棉袄，卖的东西不是大家需要的；其次中国银行的发行也没给投资者带来多少收益，尤其是网下发行的部分。从目前的趋势看，当网下部分解冻时，参与申购的投资者出现亏损的可能性越来越大。

现在还不知道国航上市后是否会跌破发行价，但无论结果如何，投资者都可能会更清醒地认识到，证券市场首先是一个利益的市场，无论是上市公司、投资者或上市公司管理层，都希望自己的利益最大化。利益一致时大家会合作，但当各方利益发生冲突时则没有人会愿意为了对方而牺牲自己。比如上市公司总是希望在股价最贵的时候卖掉股票，或在最困难的时候融资解困；公司管理层则希望在股权激励前股价越低越好，而在行权时股价越高越好；投资者的愿望则是无论什么股票最好能一买就涨。本次国航网下申购金额冷清和网上申购金额热闹的巨大差异表明（2006 年 8 月，中国国航 A 股网下发行遭到机构投资者冷遇，申购量远远低于早期预计的 11.75 亿股，有舆论称“这是新股申购神话首遭颠覆。”——编者注），现在大部分网上申购新股的参与者并没有经过认真思考，上市公司与投资者在发行价格和发行时机之间的矛盾，有时候会给投资者带来非常不利的后果。

不过证券市场永远都不是以一个原则来运行的。2003 年全球航运周期来临前夕，中远航运就曾希望融资买船，结果投资者否决了这个议案。2004 年的中远航运已经是一只大牛股。如果在前一年中远航运能够顺利融资，那涨幅肯定会更加可观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卢卡斯的女巫前妻：钢铁股为什么开涨

2006－11－20

理性预期的概念现在不仅是宏观分析中的基本方法，在股票、债券及外汇市场中也被广泛应用

2006年美股在油价下跌和降息的预期中上了一个台阶，从2006年7月开始道琼斯指数已上涨1500点左右，升幅达15%。如果从经济基本面看，美国三季度的经济出人意料地下滑，但美股为什么却一路上涨呢?

还有非常熟悉钢铁行业的朋友曾不解地问我，为什么钢铁股2006年11月上涨？因为三季度宝钢或武钢的优秀业绩是市场在8月就知道的事，实际上证券公司在8月也在大力推荐钢铁股，但那时却没涨。另一方面，本次钢铁股上涨时，钢价其实已较前期出现了下滑，至于2007年，钢铁业内的人似乎也并不是太乐观。

要回答这两个问题，得先说说“理性预期学派”的代表者卢卡斯。据说，经济学史上有一个故事叫“卢卡斯的女巫前妻”，说的是1982年卢卡斯与前妻分居，1989年他们正式办理离婚手续时妻子提出，若卢卡斯在1995年前获得诺贝尔奖，她要分得全部奖金的一半。卢卡斯认为这是不可能的，就答应了。然而1995年10月10日诺贝尔奖评审委员会宣布了卢卡斯获奖的消息，此时离约定的最后期限还剩80多天，于是卢卡斯不得不按离婚合同的约定，将奖金的一半分给了她。

理性预期的学说是“芝加哥学派”的一个分支（非常遗憾，就在2006年11月16日，芝加哥学派的一代宗师弗里德曼逝世，享年94岁）。总体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言，芝加哥学派是对凯恩斯经济学的一次革命，他们认为政府调控是无效的，因而信奉自由的市场经济。以卢卡斯为代表的“理性预期学派”则进一步分析，市场参与者对政府政策的预期将导致“政府失灵”。理性预期的概念现在不仅是宏观分析中的基本方法，在股票、债券及外汇市场中也被广泛应用。

2006年的美国股市一波三折，虽然从2002年至今，美国上市公司的每股收益上升很大，但股指涨幅却有限。原因可能很多：投资者们无法确定高油价对经济压力到底有多大；也不知道房地产降温对经济冲击的强度；至于“双赤字”的危险，更是所有投资者心中的结。但当美国经济和油价下降的时候，投资者的心理预期反而明确了：经济可能不会硬着陆，本轮的全球经济增长可能还会延续更长时间，于是美股开涨。

同样，国内投资者之所以不买钢铁股，是预期钢铁的产能将过剩，钢铁公司的业绩会大幅下降，这种预期在2007年上半年得到了印证，所以虽处牛市，其股价表现却差。可是在三季度的盈利数据及周边市场不断上涨的背景下，投资者忽然转变预期：也许高端产品产能的扩张并没有超过需求的增长，所以在相当长的时间内，这些企业的毛利率将不会受到挤压，那么这些企业也应有一个中性的估值，比如10倍的PE或1.5倍的市净率。于是钢铁股开涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

猪年股市的四大悬念

2007－03－12

弗里德曼的《生活中的经济学》开宗明义，把经济学定义为关于人类理性行为的科学。他举例说，有个同事问他为什么不买一个停车位开车上班，却选择骑车上班？弗里德曼的回答是不喜欢停车的地方。同事认为他言行不一。因为从理性的角度分析，成本才是决定选择骑车还是开车的主要因素。但弗里德曼却说，其实我在这一点上并不是一个理性的人，所以同事的分析也不适用。经济学就是这样的科学，它并不能说明所有的现象，它只是研究关于理性行为的科学。

2007 年股市最大的一个悬念正与理性相关，原因是中国股市经历 2006 年超越所有人预期的大涨后，将不得不面对一个企业利润的有限增长和投资者对财富无限渴望的矛盾。如果所有投资者选择理性，那么根据估值模型和盈利预测完全可以得出一个合理的预期涨幅，但股市的价格是由出价高的人决定的，所以市场实际的涨幅完全可以不在理性的估值范围内。因此，可以说 2007 年股市最大的悬念将是市盈率会涨多高：到底是 30 倍还是 50 倍呢，或者下降至 20 倍？现在没有人能知道。（截至 2007 年 10 月底，第一个悬念已经落实，市盈率已超过 50 倍——编者注）

第二个悬念是企业利润到底增长多少。这个数据的不确定主要来自于三个方面，一是股改后机制变化会带来多少利润；其次是资产注入会有多少增厚；最后是宏观经济增长将放缓多少。2006 年企业利润出奇地好，增长率超过 30% 的可能性很大，而且几乎所有行业都出现增长，这给今后的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润增长带来了不小的压力。资产注入则是一个外生变量，对于一些小型公司而言，其变化可能非常大，但如果考虑国内股市总市值加 H 股总市值，已经超过 15 万亿，占 GDP 的 80%，这意味着市值增长的空间已不大，所以资产注入对上市公司整体业绩很难带来显著增长。（截至 2007 年 10 月底，三季报业绩可用"惊艳"来形容，三季报 1519 家公司加权每股收益为 0.2887 元，同比增长 49.75%，不过投资收益达 1651 亿元，占利润总额的 23.25%，同比增长 74.28%——编者注）

第三个悬念是传说中的调整会如何演绎。如果股市在年底的市盈率很高，比如达到 50 倍，那么 2007 年股市的调整可能仍不会太大。但如果 2007 年股市的市盈率不超过 30 倍，那么市场出现调整的可能性就会很大，只是我们事先很难知道这种调整会是在什么时候发生，导火索来自何处，持续时间有多少。所以，如果年底大盘涨幅不超过 30%，2007 年就应该是波动频繁的一年，不仅大盘波动多，个股的波动也同样不少。（截至 2007 年 10 月底，上证综指年内最高涨幅达 140%，远远高出年初绝大多数市场人士的预期，不过大盘和个股的波动幅度还是比较频繁——编者注）

最后一个悬念是投资者 2007 年会有多少赢利，这可能是每个投资者最关心的事。这个悬念涉及两个问题：一是总体赢利有多少；其次是有多少比例的投资者是赢利的。如果市场估值一路走高，2007 年股市的总体收益很可能还有 50% 以上，赢利的人也会超过半数；但如果是总体赢利 30% 左右或更低，那么频繁波动的大盘虽然会让少部分幸运者获得超额收益，大部分的个人投资者年底算总账时，可能反而是亏损的（这个悬念的答案恐怕只有每个投资者心中知晓——编者注）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加息说明什么

2007－03－19

也许加息能再次提醒投资者，虽然经济仍未出现趋势性变化，但未来却并非一帆风顺

央行又一次加息了，这次速度非常快，在高过预期的 CPI 数据报出后一个星期就调息，对市场的影响会比以前更大。一是一年内 3 次加息，显示央行控制经济过快增长的决心更加明显；二是全球经济经过 4 年的快速增长后，投资者对风险更加敏感；第三是中国股市已经从 1000 多点上涨至 3000 点附近。但正如央行行长所说，中国股市并未发生趋势性的根本改变。投资者又应如何理解呢?

首先要理解近 4 年全球股市上涨的原因。这个原因主要是全球企业的利润持续增加，流动性只是上涨的一个必要条件而不是主要原因。当中国和印度两个人口大国中大量劳动力进入全球市场后，相对于劳动力而言，资本的要素占比下降，因此劳动力的回报下降而资本的回报上升是一个必然趋势，所以这轮增长的特征是：工资的增长低于劳动生产率的增长，而资本回报却节节攀升。

这次增长发生在本世纪初而不是更早，还有以下几个原因：一是中国经过正规教育的劳动力在 30 岁左右也就是 2000 年前后获得了较高的收入，从而使房地产市场启动；二是由于中国大学在 1996 年后扩招，使每年的毕业人数增长了 8 倍，在 2000 年后大量进入劳动力市场，使国内生产技术和生产效率显著提升，也使中国成为世界制造业中心成为可能；三是正如畅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销书《世界是平的》所描述的那样，由于网络技术和金融的发展，全球市场一体化日益深化，中国巨大的市场、劳动力优势以及政府的制度鼓励，令全球几乎所有的跨国公司不仅把中国作为制造基地，也把研发中心向中国转移。而国内经济的井喷发生在中国进入 WTO 之后的第二年，也不仅仅是一种巧合。可以说，国际化使中国的人口红利成为全球的人口红利（即在一定的时期内，如果一个社会里都是身强力壮的人，就会带来额外的经济增长源泉——编者注），全球经济因为中国和印度等国家劳动力的加入而出现显著提速。

基于以上的分析，我们可以得出以下几个结论：首先，全球范围内的企业盈利快速增长虽然基础坚实，但很难脱离周期波动的宿命。统计数据表明，中国人口结构在 2015 年之后会迅速恶化，而其对经济的影响可能还会更早。一旦劳动力紧缺，要素的对比就会出现逆转，工资增长将超过劳动生产率的上升，通胀或滞胀会随之降临，而资本的回报也必然随之下降。第二，分析国内经济的增长动因，投资和净出口是主要变量。而投资主要来自企业的扩大再生产及房地产和基础建设，企业扩大再生产更多是满足出口，这说明国内生产能力的增长主要是因为出口和房地产的增长，内需占比在不断下降。因此国内经济是不均衡的，经济增长速度越快，不均衡就越严重，所以央行控制国内经济增长的速度，对于防范将来的风险是非常必要的。

也许加息能再次提醒投资者，虽然经济仍未出现趋势性变化，但未来却并非一帆风顺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“5·30”后市场发生了什么变化

2007-07-16

2007年上半年的股市跌宕起伏，大喜大悲。作为一名证券投资人员，在短短的半年内也经历了令人难忘的变化。年初，突然发现自己有些跟不上市场的节奏，心生“廉颇老矣”的感觉；其次发现许多投资者开始亲自上阵。虽然我的建议是2007年的市场风险明显高于2006年，所以2006年投资股票比投资基金好的可能性要大，但2007年市场风险加大，所以由专业人员代劳获取收益应该会更好；第三是越来越多以前向我咨询的人反过来给我推荐一些我没有研究过的股票，令人吃惊的是，这些被推荐的股票几乎都是涨势凌厉；可是过了5月30日之后又风云突变，前期乐观的人开始纷纷打听市场底部在何方，我估计他们的想法是要不要抄底，应不应该壮士断腕或者离场观望。

其实从价值投资者的角度看，2007年上半年的股市非常正面，远远强于年初的预期，一些年初担心的事也没有发生。首先是调整，年初非常担心2007年会有一次比较大的调整，其幅度高于30%，但半年下来，市值较大的股票，除了年初房地产股调整幅度达到30%左右外，其余基本采取小调、多次、分批的方式演绎所谓“传说中的调整”。其次，2007年宏观经济形势也远远好于预期，GDP增长又一次创新高，工业企业利润增长超过40%，上市公司一季度利润增长超80%。尽管期间有许多题材股、概念股和ST股出现过度炒作，但其实这部分股票在市场中占比不大，也不是主流。不过另一方面，2007年以猪肉价格和外贸顺差飙升为代表的不谐和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

音，也给中国经济的前景带来一些“乌云”，但如果看看创下历史新高的美国股市，看看热情不减的香港股市，再仔细分析国内的上市公司，至少在看得见的将来，企业的赢利数据仍不会发生转折性的改变。

不过经历“5·30”事件后，可能许多人会相信，对比上半年，现在的市场的确发生了一些变化。首先是市场估值总体上看已基本到位。根据分析师对2007年上市公司的预期，沪深300指数的市盈率约为30倍。2006年下半年，市场虽然从基本面上看没有太大的变化，但由于金融、钢铁等股票的估值非常低，加上宏观经济及企业利润加速上涨，所以股市出现了一轮较大的涨幅。现在至少从估值层面看2007年已不具备2006年的基础，从经济和企业利润层面看，2006年下半年的基数远高于上半年，所以2007年除非出现估值的进一步大幅上升，否则想要获得2006年那样的上涨，难度较大。

第二个变化是2007年上半年炒作赢利模式的暂时受挫。由于2007年初许多股票从市盈率角度或绝对股价角度看不高，虽然其基本面也不是很好，但由于大量个人投资者进入股市，使得这类股票出现较大涨幅，较大涨幅又吸引了更多类似投资者跟进，引发市场不断放量上涨。从表面看是“5·30”事件结束了这种赢利模式，但其实无论从理论上分析，还是过去的经验总结，这种赢利模式都不可能长久。以当时的成交量来看，市场一年的交易成本约为5000亿，以国内5万亿的流通市值，平均保持10%的增长，只能抵消交易成本；而从长期看，任何一国的股市长期平均收益率很少有高于10%的。另外，股票市场中还有一个叫“始料未及定律”的规律，是说政策或信息对股票市场的影响常与当初预期大相径庭。虽然许多人对提高印花税有所预期，但没有人会料到政策出台的方式会是这样的，而其对部分投资者的影响又是如此巨大。不过这其实并不重要，股市运行的规律原本就是如此。

最后一个变化是市场的运行特征。前文谈到2007年上半年许多个人投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者对炒作赢利模式进行了大范围的尝试，并暂时受到重挫。虽然现在还没有人知道，这种投资行为在今后的市场中，什么时候会卷土重来，但至少接下来的一个季度或半年，市场可能会暂时交由更专业的投资者来接管（“5·30”之后，出现股民纷纷转基民的现象，基金账户的开户数也一度超过股票开户数——编者注）。大部分的个人投资者，在成交量没有放大的背景下，会更多地选择观望。对价值投资者而言，成交量越少，交易成本越小，分歧越少，投资风险越低，这将是一个比上半年更好的投资环境。只要基金的净申购量被控制在一个适度的范围，投资者会发现一个空间不太大、个别行业或个别股票成为市场主要投资方向的股票市场，而且成交量可能会持续保持较低水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年夏天的热门话题

2007 - 08 - 15

对于中国投资者来说，这个夏天的热门话题也许是股市市值超过 GDP 或指数达到 5000 点

如果评选 2007 年夏天最热门的话题，《哈利·波特》很可能会居首位，因为今年夏天哈利·波特 10 年的魔法人生终于划上了句号。在 Google 上搜索哈利·波特 7，你会得到 300 万条结果。不过如果你是一名投资人员，2007 年夏天最热门的话题恐怕要算从美国席卷发达国家的次级债危机（指美国向信用分数低、收入证明缺失、负债数重的人提供的房贷。一旦房市低迷，利率额大量违约不再还款，就产生次级债危机——编者注）了，在 Google 中搜索，美国次级债的结果也达到了 113 万条。

17 年前，单亲妈妈罗琳在简陋的咖啡馆里灵感忽现，日后风靡全球的小魔法师哈利·波特诞生了。2007 年夏天，当罗琳要结束这个小魔师的历险时，几乎全世界都在翘首以盼，而“麻瓜”（在《哈利·波特》一书中，巫师们称不会巫术的凡人为“麻瓜”——编者注）们更是群情激扬，无论如何也不能让罗琳杀死小哈，“麻瓜”们和罗琳展开了一场生与死的较量，谁都想拥有决定哈利·波特命运的权力。虽然两年前罗琳就透露将有重要人物死亡，但“麻瓜”们有足够的渠道和办法来表达自己对主人公命运的看法。于是我们看到的结局是：小哈没死，他娶了朋友的妹妹……虎头蛇尾可能是许多读者对这个传奇故事的真实感受，但这有助于创造更高的新书销售记录，毕竟人们更喜欢看到正义战胜邪恶的经典结局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年以前，美国的次级债也经历了这样一种较量。投资银行家们把信用记录不好的房贷打包卖给投资者，产品的设计让人眼花缭乱，但前提是房地产的价格一定不能下跌，因为如果房地产价格下跌，那么以房产为抵押的贷款就立刻从优质资产变成垃圾资产。虽然美国的房地产即使是现在也没有比预期的更坏，新屋开工、房屋销售也都在预期之中，但不幸的是次级债的风险不像对冲基金想象的那么易于控制，尽管这些投资在前两年的收益是如此地诱人，穆迪（评级公司）还给了 AAA 的评级。但就像当年不堪读者烦恼的柯南道尔选择杀死了福尔摩斯，当次级债的收益无以为继时，几乎一夜之间，所有的参与者都选择了尽快远离。所以投资银行家们虽然满足了市场的需要，但次级债却不是生活在虚幻世界中的小魔法师，它的结局与《哈利·波特》大相径庭，两年前的明星公司现在已无可奈何地申请了破产。

中国的资本市场是封闭的，所以美国次级债的危机看起来离我们还比较远，对于中国投资者来说，这个夏天的热门话题也许是股市市值超过 GDP 或指数达到 5000 点。中国股市从 1000 点开始时我们说，一个历史性的大牛市可能从此展开，投资者们花了一年多的时间终于形成了这个共识。于是越来越多的投资者参与进来，他们对未来同样拥有自己的看法，而且他们也有足够的力量来发表自己的看法。只要股市不跌，这个故事就是一个让所有人都满意的游戏，收益率不仅可以来自企业赢利的增长，更可以来自估值的提升。只要中国企业的赢利还能增长，这个故事可能就会继续延续，而企业赢利的巨大增长则来自中国的对外开放和劳动力的丰富供给。但迅速增加的顺差会受到多大的压力？不断上涨的通货膨胀是否将导致利率提高，并使工资增加过快从而影响企业盈利？这些因素对 2007 年来说可能都还不是问题，也许 2008 年才是中国股市的一次阶段性结局。是像《哈利·波特》一样皆大欢喜，还是让所有人承受一次阵痛，现在只能说一声“2008 年见”了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升息和比较优势

2007－08－23

没有什么可以教的，只能自己去学习和经历了

我读书时学的是国际贸易，教书的老师属于老一辈海归，他说其实我们已有太多时间与国际脱离，所以能教你们的不多，很多时候是你们自己学或是我们一起学。接着他就开宗明义地讲起了最基本的国际贸易理论——比较优势。

有一个做皮鞋和皮带的师傅带了一个徒弟。假如 100 元可以买一双皮鞋或者两条皮带，而师傅一天可以做两双皮鞋或者四条皮带，徒弟一天只能做一双皮鞋或者一条皮带，那么他们应该怎样干活呢？无论是皮鞋还是皮带，师傅都比徒弟做得多，徒弟还要不要干活呢？答案当然是干，老师提高音量边走边说，相对于皮带，徒弟做皮鞋更有优势，所以效用最大化的方法是让徒弟做皮鞋，师傅做皮带，这样一天的产出是 300 元。如果徒弟什么都不做，一天产出 200 元，如果徒弟做皮带，一天产出 250 元。这个故事非常简单，大部分人都知道，但在股票市场中投资需不需要以此为原则考虑投资的品种呢？

从 2005 年中期算起，中国船舶和广船国际都有 20 倍以上的涨幅，这说明全球都缺船，全球都缺船的原因是中国成了全球制造中心，国际贸易大幅增加。但是如果仔细分析这几个国际贸易数据，可以看出一些重要的变化。传统的分析会认为，中国主要出口产品为轻工业品和机电产品，主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要进口产品为原材料和重工业产品，当然也包括高科技产品。2005 年之前中国的进出口是大致平衡的，进口原材料、重工业产品的金额大致等于出口的轻工产品和机电产品。但中国人均收入超过 1000 美元后，经济进入起飞阶段，劳动生产率迅速上升，相当于从徒弟变成了师傅。中国出口大幅增加，其中机电产品增加是最重要的因素，机电产品已占出口总额的 40% 以上，而日本经济起飞后，机电产品占比达到 80% 以上。如果要平衡出口的增加，我们只能增加原材料、重工业产品及高科技产品的进口。实际情况是，中国确实进口了大量的原材料，也进口了大量的飞机，但重工业产品的进口却从 2004 年开始下降，到 2006 年重工业产品更是从净进口国变成了净出口国，与此同时，外贸顺差大幅飙升。

就像上文中的师傅那样，中国目前在重工业产品的生产上也同样具备优势，所以出口重工业品也是合理的，但除非中国能进口更多的高科技产品或者其他消费品，否则顺差就会堆积。有没有解决办法呢？顺差会带来更多的货币，这些货币要么投向国外，要么造成通货膨胀，就像我们现在看到的这样。所以 2007 年的这次通胀与 2004 年的通胀可能是不同的。重工业品的价格受国际价格的影响，反而增长要慢一些，因此通胀实际上是一种变相升值，可以解决部分顺差，2007 年的情况也正好与此吻合。因此通胀可能会存在更长的时间，2007 年 8 月 22 日的又一次加息也应该不是最后一次。

从 1995 年到 2003 年，中国出口的轻工产品如玩具、成衣每年降价 3% 到 4%，但从 2004 年开始，这些产品每年涨价 3% 到 4%。这表明这些产品中国是可以转嫁成本使其价格上升的，原因是没有一个国家可以像中国一样能生产如此大量的轻工产品，而由于劳动力成本因素，机电产品的优势同样也会如此。这意味着如果人民币升值，这些产品的出口受影响不会太大。但是重工业可能就不同了，因为钢铁和电解铝是全球定价，而不是中国定价。就像发改委说的那样，中国在重工业上并没有大量出口的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基础。

如果我们相信比较优势和国际贸易理论，我们会得出一些结论：中国的通货膨胀可能并不是猪肉涨价那么简单，升息也很可能还没结束。其次，人民币的升值看来幅度会更大，而升值后最终减少出口的可能首先是重工业产品，中国有比较优势的并不是重工业产品而是机电产品。那么投资者要不要在投资的时候也考虑这些因素呢？答案可能并不是要或不要那么简单，因为印度钢铁巨头公司米尔塔通过全球扩张，其成长也相当迅速，这就像我的老师教育我的那样，没有什么可以教的，只能自己去学习和经历了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市，速度为王

2007-09-04

2007 年的投资需要想象力，也需要乐观

2007 年 8 月底，刘翔又一次夺冠从而实现了个人的大满贯，也让世人再次体会了什么是亚洲速度。人如其名，刘翔这个可能中国人最喜爱的运动员，几乎成了速度的代名词，比如卖基金的人经常会说，你可以跑不过刘翔，但你一定要跑过 CPI。确实，在通货膨胀的环境下，投资是唯一选择。一个同事去英国学习一个多月回公司上班，发现股市在他认为已经很贵的基础上又涨高了一大截，他很疑惑，还要不要看估值呢？其余的同事听了很诧异，微笑着回答，这么短时间就不熟悉国情了，现在股市要讲速度，所谓速度为王，估值就难说了。

说到速度，它确实是现代网络社会最大的特征之一，现代企业的经营中，速度也从未如此重要过，尤其是从 Intel 的摩尔定律开始，速度正主宰着越来越多的企业兴衰。比如从 2005 年开始，平板电视出现了爆炸式的增长，这让很多企业受益，像家电连锁企业本来的增长速度可能没这么快，但是由于平板电视和数码产品的快速增长，使其业绩增长快得出人意料。但电视生产厂家如 TCL 等，却完全与这个火爆的行业增长无关，虽然它们是生产者。无独有偶，几年前这些厂家生产手机时也经历过同样的困境，也在经历了从短暂的辉煌后迅速转为亏损。什么原因造成这种现象呢？速度，速度的快慢决定了这些厂家的命运。苏宁、国美抓住了这个机遇，快速完成开店，并形成双寡头格局，从而很好地分享了这次繁荣，而那些没有跟上速度的家电连锁企业如永乐、五星的结局却是退出。国内黑色家电

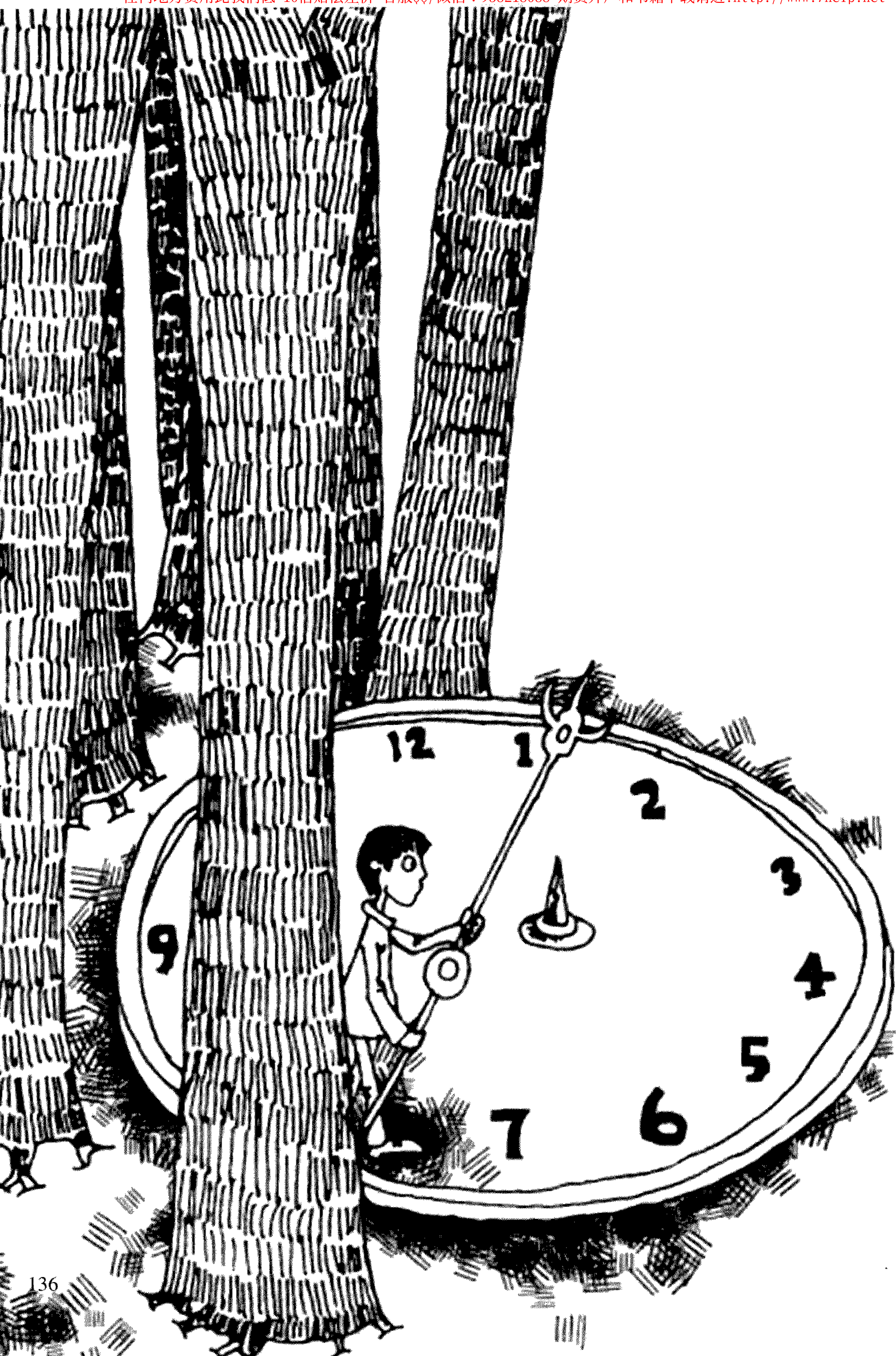
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业也同样如此。比如，液晶电视的核心部件液晶显示器平均每个季度可能会降价 10%，如果产品不能快速销售，新品推出后，库存就会跌价，从而造成损失。手机产业的变化速度更是快，不仅国内企业几乎全军覆没，连摩托罗拉也因速度跟不上，2007 年业绩大幅下滑。

传统产业也逃不过速度的考验，近年窜升速度最快的西班牙服装企业 ZARA 就是典型。其主要经营战略首先是新品推出速度快，两周会出一次新款，数量少，品种多，消费者现在不买，两周后将不会再有同样产品。而同为服装企业的美特斯·邦威完成这一环节则需要 80 天；其次是时装平民化的定价策略，价格贴近大众；第三是一手抓消费者，去掉经销环节自己开店，一手抓服装，90% 自己制造。这个模式与其他时装公司及以 NIKE 为代表的体育服装企业的经营模式完全不同。但新的模式却带来了巨大成功，比如上海南京路 ZARA 店，一天销售额经常会突破 60 万元。

速度对 2007 年的股市同样至关重要，这至少体现在以下三个方面：一是业绩增长速度快。往年企业只要业绩有 20% 以上的增长，其股票表现就不会太差，但 2007 年上市公司上半年平均业绩增长达到 70%，估计全年会达到 50% 以上，所以像食品、零售等消费类股票，往年是好品种，2007 年却不是好品种，2007 年必须选择增长速度更快的企业，要选短跑型选手而不是长跑型，要寻找业绩突变型的企业，如资产注入、强周期类股票（*2007 年最大的投资主题之一就是资产注入——编者注*），而不是稳定持续增长的企业。其次是交易速度要快，2007 年好的股票较多，谁先买谁先赢利，因此，建仓要快，不同行业，同行业一、二线股票间的轮换也要快。2007 年的股票集中度不如换股有效，尤其是出现像“5·30”后风格的转弯，快速适应并转变尤其重要。2007 年的投资要做快枪手，而不是做准确的狙击手。最后一点是股票估值提升的速度要快，估值提升的原因可以是业绩的上升，也可以是投资者的预期，低市盈率、增长速度快以及未来不确定性较大的股票是估值提升速度更快的三种主要类型，2007 年的投资需要想象力，也需要乐观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　如何寻找超级企业

（漫谈对行业和企业的研究和判断）

三四法则：消费类企业

2005－08－18

国内的消费品如各种酒类、饮料、乳业、电器零售等行业正面临形成稳定结构的阶段

2005年上半年，华为实现全球销售额330亿元人民币，比上一年上升了85%，已跻身全球主流电信设备制造商之列。但在2001年，由于网络泡沫破灭，全球电信行业陷入低谷，华为因急需资金试图在A股市场IPO。

遗憾的是华为没有通过由科技部及中科院组织的“高新技术企业认证”，因此，内地的投资者也就失去了投资华为的机会。无独有偶，当年国美其实与苏宁一道，首先是选择在A股市场进行IPO的，但是独特的业务模式及财务状况使国美与苏宁都面临着无法通过审批并上市的局面。于是国美选择了去香港买壳，苏宁跌跌撞撞，经过一番周折后才以较低的价格在A股市场IPO。类似的企业还有更早的娃哈哈。

为什么要提这些上市的故事呢？因为这关乎怎样才能从股市中获取较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高利润的问题。如果对近10年（截至2005年）A股所有股票的收益率进行统计，我们会发现如果不考虑重组及明显较贵的股票，截至目前，最好的5只股票依次是中集集团、伊利股份、云南白药、万科A和第一食品。其中只有伊利股份上市不满10年，但流通股价上涨近9倍。这5个公司中有4个属于消费领域，而中集集团则是全球货柜制造行业第一。

这个统计结果并不偶然，它说明尽管内地市场还不成熟，但投资获利的规律与所有市场是一致的；其次它说明能够不断成长的公司要么是全球领先的企业，要么是依托国内市场的终端消费型龙头企业。上文提到的几个没有在内地上市的公司也都在这个范围之内。

资本密集型企业的问题在于：一、容易造成产能过剩从而失去利润；二、产品差异化不足，导致低毛利，除非像零售业这样可以通过销售额的大幅增加来弥补。消费类企业则没有上述问题。因此行业内最好的企业一定能给投资者带来长期的高收益，它们也是一般投资者最好的投资选择之一。这类企业不仅包括食品、日用消费品，还包括面对终端消费者的零售、餐饮、网络、金融服务等行业。

20世纪80年代，有几个研究商业的学者发现，一般成熟稳定的行业有一个特征，那就是哑铃型结构，即有三到四家领先的企业及一群小企业，而行业排名第一的企业所占市场份额大约在30%到40%。后来这几个学者把这个规律称为“三四法则”。国内的消费品如各种酒类、饮料、乳业、电器零售等行业正面临形成稳定结构的阶段，尽管这类企业中已有部分股票为投资者带来了较高的回报，但投资者可以继续观察，5年甚至10年之后，这类公司是否还可以为大家带来较高的收益（至2007年10月底，消费品行业是这轮牛市增幅较大的行业之一，已经给相关投资者带来了不少收益——编者注）。

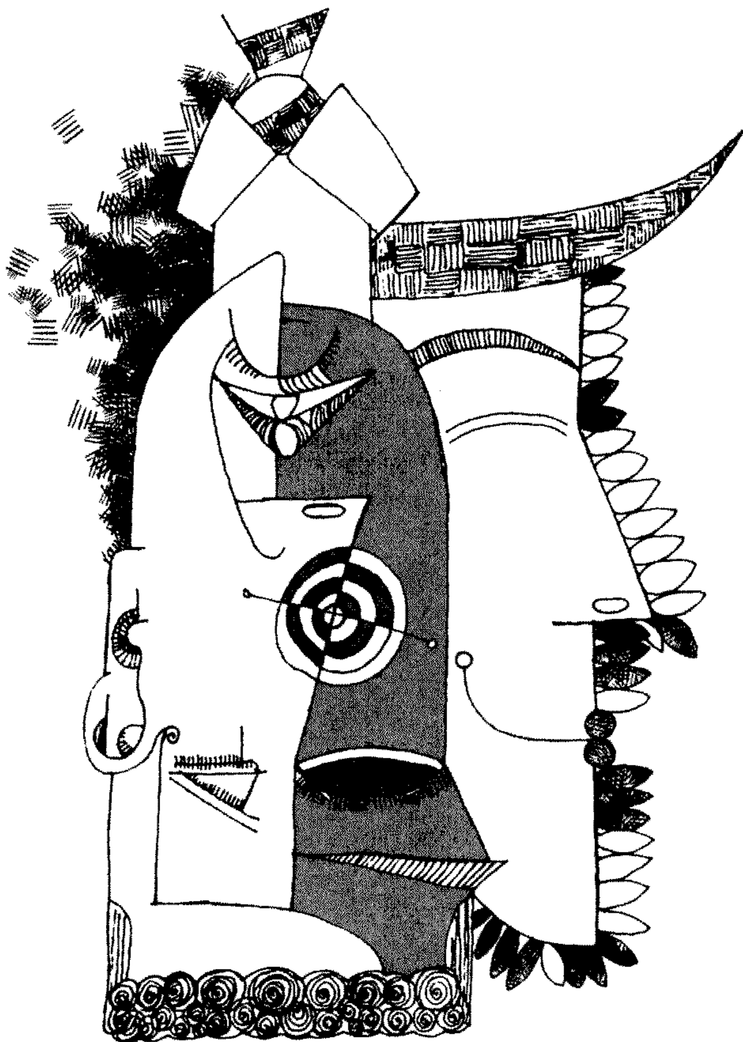
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三个火枪手：企业竞争格局解析

2006－07－31

3个领先者共存的格局是一个相对稳定的状态

有三个火枪手要决斗，甲射中率最高，10发8中；乙其次，10发6中；丙最糟，10发4中。如果这3个火枪手都是理性的，而且彼此之间都势不两立，那么一轮混战之后，谁最有可能活下来呢？答案是丙这个枪法最糟的人。



其实我们只要认真分析，就会发现这个答案是符合逻辑的，因为开枪的时候，甲肯定会选择乙，原因是丙的枪法很差，只要甲逃过第一轮，他就会是最有可能活下来的人；而乙也因为同样的原因会选择甲；丙虽然枪法最差，但面对乙总比面对甲要好，所以他也会选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甲，这样甲被打死的可能性是76%，乙被打死的可能性是80%，丙被打死的可能性是零。其实如果预测到这样的结局，这三个火枪手又是理性的话，就会永不决斗。

《三国演义》是中国人非常熟悉的古典小说，魏国最终灭蜀及吴，主要原因就在于吴、蜀间无法做到长期结盟，而刘备错误地进攻东吴则加速了蜀国的灭亡，因为蜀国原本就最弱小。

企业间的竞争一般而言有两种类型。一是“赢家统吃”型，如技术类或成本领先类的企业，典型的如 Intel，其战略基础是“摩尔定律”，通过这种战略，Intel 的目标是追求主营业务的无竞争环境。这种类型竞争的结局往往是一家独大，所以投资这类企业如果能选准，其收益会非常大。不过，AMD 和 Intel 之间的竞争，很好地给投资者表明了该类型竞争的残酷。由于芯片技术相对成熟，AMD 得以在这两年迎头赶上，这使 Intel 股价连续下跌，而 AMD 却一路上涨。但当 Intel 终于反击时，AMD 也同样不能幸免，其股价出现逆转，随 Intel 股价一同下滑。

另外一种类型的竞争则没有这么残酷，典型的如消费或服务类企业，这种类型的企业由于存在消费者偏好的不同，或其他壁垒如地域分割、上下游企业的干预等，竞争的最终结果往往是出现哑铃结构，即三家左右的领先企业及一批市场缝隙型的小企业。国内的饮料及家电连锁业可以算是这种类型的实例，当百思买（美国最大的家电零售企业）进入中国后，中国家电连锁的格局就初步变成了国美、苏宁和百思买三强鼎立，永乐及大中其实已悄然退出第一阵营。苏宁没有选择收购永乐，国美则从不掩饰其希望迅速扩张的野心，个中细节我们不得而知。

但从三个火枪手的故事中我们也许可以推测，前三名企业之间虽然势不两立，但它们很可能会尽量避免直接开战；而 3 个领先者共存的格局也是一个相对稳定的状态；至于五星或永乐们，也许越早被收购，卖的价钱越高。所以，现在最尴尬的很可能是正被迅速边缘化的大中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超级女声与超级企业

2005－09－01

一些产品一旦被接受，其在市场上的占有率也是势不可挡

第二届超级女声比赛终于在2005年8月底落下帷幕，我作为证券行业的从业人员，似乎离超女有些远，本文也不想对超级女声做什么分析和判断，但大家可能都会知道两件事，一是超女引发的热潮远远超过人们的想象，人们奇怪为什么一个选秀节目竟会达到如此瞩目的程度。第二件事是蒙牛酸酸乳因为超级女声而家喻户晓，其产品在北京、上海这些主流市场上的迅速扩张不断上升，而三元、光明这些老牌产品在蒙牛凌厉的攻势面前几无还手之力。

许多文章对超级女声的成功都有比较深入的分析，其核心观点无外是这个节目体现了平等和梦想，而中国市场的容量本来就是这样大，只是很少有节目能吸引这么多观众。但如果从美国的经验看，席卷全国的节目或运动是比较多的，比如一年一度的“超级碗”已经成了全美的节日，其在美国的受关注度不亚于国内的春节联欢晚会。同样，对于产品也是这样，一些产品一旦被接受，其在市场上的迅速扩张也是势不可挡。这里我们可以看一看美国股市中的一些对比数据。

20世纪80年代美国大牛市前夕，通用电器的市值是西屋电器的6倍多，可口可乐的市值比百事可乐多70亿美元，耐克比锐步多10亿美元。但15年后的1996年我们发现，通用电器的市值上涨了12倍，逼近3000亿美元，为西屋电器的15倍；可口可乐与百事可乐的市值差距扩大了21

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍，达到1500亿美元；耐克与锐步的市值差距扩大了8倍，增加到80亿美元，而2005年锐步宣布其被德国的阿迪达斯收购。这种现象并不是孤立的，其他如微软与苹果、雅虎与Excite等科技类公司市值的差距更是可以在3到5年间扩大100倍。学者们用两极分化来概括这种现象。

看看国内的情况，双汇冷鲜肉只占中国总消费量的2%不到，苏宁2004年的销售额只占全国家用电子类产品的2%不到，蒙牛2004年的市场占有率为10%左右。中集集团在10年前起步时，其产品占全球市场的份额约4%，现在超过50%，这10年间中集集团的总市值增长也超过了10倍。如果再过5到10年，双汇的市场占有率能达到20%，苏宁或国美当中一个企业的占有率能超过20%，只要保持销售净利润率，那么这些公司总市值增长率一定会超过10倍。就连彼得·林奇也承认自己没买沃尔玛是犯了一个错误。他说如果你足够谨慎，在沃尔玛上市10年后投资，那时沃尔玛在美国的市场占率是15%，但你仍然可以获利30倍以上。而如果从上市第一天就买入，你的收益会超过500倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梦的解析：发现真正的持续成长型企业

2005－09－07

通过发现并持有一个利润持续成长的企业是股市财富之梦的最重要组成部分

20 世纪 80 年代后半期，中国大量引进出版了西方现代哲学的书籍，比如尼采、萨特等，但其中最引人注意的可能还是弗洛伊德。发表于 1900 年，被誉为“精神分析学第一名著”的《梦的解析》以及《少女杜拉的故事》是当时的畅销书。葛优因电影《顽主》而成名，他在电影中向女主角解释梦和弗洛伊德，他通俗的理解是当男人找对象的时候，其实他是想找他妈。我们知道弗洛伊德的本意是说从性欲望的潜意识出发，梦是欲望的满足。不过，本文无意对生理上的梦进行解析，主要想说，投资者对于股市中的财富之梦要有专业的分析，而不能像葛优释梦那样囫囵吞枣。

通过发现并持有一个利润持续成长的企业是股市财富之梦的最重要组成部分，而企业获得利润不是天然的，它有两个前提条件。

第一个前提是产能不能过剩。有研究显示，中国每增加一个百分点的投资，可以令 GDP 增加 0. 2%，但每增加一个百分点的消费可以令 GDP 增加 0. 8%。那么从宏观经济学的公式我们可以知道，如果其他情况不变，即使不考虑新增投资的折旧对企业利润的影响，前一种增长模式下企业利润的增长仅为后一种增长模式下的 1/4。这给我们的启示是目前国内以投资为核心的经济增长模式下，我们的产能肯定是过剩的；其次是这种经济增长模式对投资者来说是一个非常不好的消息，从基本面上看，比较大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市只能等待消费对经济增长的贡献度大幅增加的那一天。围绕产能的问题，投资者还要关注企业的成本是否可以不断下降；失败者是否可以退出。

第二个前提是消费者愿意支付高价，使企业获得赢利。这主要来自两个方面，一是垄断，强迫消费者接受高价。但除了自然垄断可以长期维持外，其他形式的垄断都存在很大风险，比如曾经垄断的发电企业，现在快沦为微利企业了。第二个方面来自企业的赢利模式，或者说是对资源的组合方式。举例来说，2005 年名牌中药股都有不小的涨幅，这得益于经济增长会使更多的人消费名牌中药这个故事，但唯独东阿阿胶出现下跌，除了股权的因素外，东阿阿胶的模式也存在很大问题。其余中药企业都紧紧抓住核心产品，如云南白药的所有产品都围绕止血这一核心概念展开，但东阿阿胶却试图开发与女性补血这个核心概念无关的保健产品，强行向消费者推广概念模糊的保健产品，其结果是利润实际增长总是低于人们的预期。

关于企业的赢利模式，商学院教授已总结出 30 种以上，如 Intel 的“摩尔定律”、微软的“行业标准”、沃尔玛的“高效低成本”等。每个投资者在投资的时候应该具备这些专业知识，识别出类似东方电子、南方汇通这样的假梦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超级企业路线图

2005－09－09

如果有通往超级企业的路线图，那么这个路线图有三个主要起点

“幸福的家庭都是相似的，不幸的家庭各有各的不幸。”这是托尔斯泰名著《安娜·卡列尼娜》的开头。与此类似，企业成功的原因都相似，不成功的原因却各有各的不同。比如2005年仍在泥潭中挣扎的柯达公司，上半年继续亏损，且传统影像业务下滑速度超过华尔街的预期。也许这是黎明前的黑暗，就像柯达中国区女行政长官所形容的那样，但也许不是。

从历史上看，宝丽来的一次成像技术因为柯达及富士等企业的发展而走向破产，数码摄像技术的出现，又使传统影像产品几乎完全失去优势，作为普通消费品，其被淘汰只是时间的问题。但柯达还有更重要的问题。由于传统影像技术是一个成熟的技术，为了获得利润，柯达采取了两个重要的策略，一是品牌建设，主要形式是广告和赞助；二是服务终端的建设，这不仅加强了品牌形象，还有利于提升市场占有率。这两个策略使柯达成为全球影像市场的绝对领先者，它拥有最高的毛利率、最多市场占有率和稳定的增长率，对投资者则意味着超额的回报。但数码技术改变了一切，就算柯达能够成功转型成为数码相机的制造商，并继续为数码相机提供冲印服务，它也再不能维持昔日的高毛利了。从技术上看，柯达在胶片上的核心技术与数码相机的核心技术不相关；从服务上看，对于数码相机而言，冲印终端的重要性大大降低，这两个因素是柯达无法获得高毛利的主要原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个处于行业领先的企业如果继续获得快速增长，这个企业一定要同时满足三个条件：一定的销售净利润率；不断增长的市场；较快和较低成本的扩张。这一点对所有的超级企业都是一样的，只要有一条不能满足，那么投资者想通过长期持有这个企业获得超级利润的做法就会充满风险。但不同的企业不能满足的条件各不相同，不能满足的原因也各不相同，不成功的形式更是千差万别，就像柯达和 AT&T 失败的原因各不相同。

这三个条件中，一定的销售净利润率最重要也最难达到，它预示企业要么维持较高的毛利，要么像零售企业一样，有很大的销售额，从而获得较高的净利润绝对值。满足这个条件主要依靠企业内在素质，而其余两个条件则是外在的，企业只能选择进入或不进入，较难通过自身的努力来改造。

所以如果有通往超级企业的路线图，那么这个路线图是：选择一个新兴的行业如网络，或者是传统的行业，但由于创新，其集中度能迅速增加，如过去 20 年中的零售连锁业；其次，这个行业应该有较少的资本支出并容易进行产能扩张，如软件行业。扩张成本小必然会带来竞争，从而侵蚀利润，所以一定要避免其他竞争者的进入从而维持一定的净利润率。高科技产品、差异化品牌消费品、服务业如零售、金融、物流等是可能进入超级企业路线图中的三个主要起点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的三种境界

2005－09－15

最高境界当然是超级企业，即同时满足销售净利润率、成长的空间以及扩张的代价这三个条件

古今之成大事业、大学问者，必经过三种境界："昨夜西风凋碧树，独上高楼望尽天涯路"，此第一境也；"衣带渐宽终不悔，为伊消得人憔悴"，此第二境也；"众里寻他千百度，蓦然回首，那人却在灯火阑珊处"，此第三境也。这是大学者王国维《人间词话》中关于境界的论述。

王国维，字静安，我国近、现代相交时期的一位大师。他就像那个时代许多大学者如沈从文等一样，无师自通，把西方哲学、美学与中国古典哲学、美学相融合，形成了独特的美学思想体系。他还攻词曲戏剧，治史学、古文字学、考古学，几乎在每个领域都取得了开创性的成就。当然最为国人所熟知的还是《人间词话》这本书及"境界"这个词。

《人间词话》这本美妙的书其实来得很偶然。甲午战争后，王国维受到康有为、梁启超维新变法思潮影响，激起学习"新学"的强烈愿望，精心研读康德、叔本华的著作，但后来他发现叔本华的思想有内在矛盾，领悟到叔本华的学说并非客观真理，于是在感情上非常痛苦，为求摆脱，他便读书填词。这段经历使他对中国古代与西方的美学和文艺理论有了深刻的理解并融会贯通，境界的概念和《人间词话》便由此而生。

如果把境界这个概念移植到对企业和股票的分析上，我们也可以分出三种境界的股票；投资这三种境界的股票则意味着三种截然不同的收益；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而划分三种境界的依据则是销售净利润率、成长的空间及扩张的代价这三个条件。

如果一个企业不能控制销售净利润率，则往往意味着没有壁垒、扩产容易、充分竞争。比如没有核心技术的家电行业，虽然其销售收入可以不断增长，但由于竞争，企业的净利润与销售额几乎不相关，净利润只是公司净资产的一个百分比。在合理的价位，投资这类企业只能获得平均回报，好比一眼可以看穿这类企业的天涯路，此为第一境。

品牌消费品、自然垄断或其他有壁垒的企业一般可以保持销售净利润率，如上海机场或贵州茅台这类企业，其最大的问题是成长空间增长不快或成长代价不小，盈利不能飞速增长。比如机场的跑道得一条一条建，投入不小；每瓶茅台销售之前都要先储存几年，耗时极长。投资这类企业要有耐心，受得起折磨，所谓“为伊消得人憔悴”，但这类企业的回报也是比较丰厚的，如果选对股票，超越大盘不在话下，此为第二境。

最高境界当然是超级企业，即同时满足上述三个条件的企业如微软或沃尔玛，这种企业并不多见，国内还没见过，因为国内还没有涨幅超过20倍还被大家认同，并成为第二境界企业的股票。中国市场上潜在的这类企业，现在的规模应该还不大，分歧也会比较多，而且有苗头的企业也不一定真的能成功，但很多年后有一天大家蓦然回首，我相信一定有这样的企业让投资者扼腕叹息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品酒评股票

2005-10-21

具备三个条件就能成为酒类好股票

2005 年的消费品是市场中较热门的股票，其估值也几乎都在 20 倍以上，贵州茅台这只白酒股票中最好的代表更是近年来少有的大牛股，至 2005 年的两年时间里涨幅超过 4 倍。不仅白酒如此，生产葡萄酒的张裕，生产黄酒的第一食品都是近年来的大牛股。但整个啤酒行业却没有牛股出现，原因主要是啤酒消费者偏好地方品牌的啤酒而不是全国品牌的啤酒如青岛啤酒。

分析国内酒行业的股票可以发现，能成为好股票的酒类公司要具备三个条件：一是全国性的大品牌；二是较好的口味；三是合适的价格。如果不具备上述三个条件，其股票很难有好的表现，但如果企业转型成功，则业绩和股票表现也常常能变得更出色。

首先是白酒，其实当初白酒就像现在的啤酒一样，生产厂家众多，消费者也不习惯全国的统一品牌，而且酒的价格不高。五粮液的董事长王国春做了两件事，造就了其在酒业中的江湖地位：一是做全国性的大品牌；二是按照消费者心理给白酒定价。他是第一个认识到酒这个产品的使用价值不仅在于口味，还在于包括价格、包装等其他元素在内的人。因为酒的消费有很大比例是在餐馆或请客时发生的显性消费，因此酒的口味只是选择的基础，价格才是决定因素，消费者往往是先选择一个价位，再选择酒的品种。经过这样的重新定位后，五粮液一马当先成为酒业大王，接着贵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

州茅台坐享其成，当仁不让地变成高档酒的代表。

贵州茅台与五粮液是投资者经常比较的两个品种。但从股价上看，后者无法与前者相比。主要原因是五粮液是浓香型酒，近90%左右的原酒只能生产中低档酒；而茅台酒的产品则全是高档酒，而且它可以储存，所以茅台是年份酒如十年醇、三十年醇和五十年醇这样高档品种中最成功的典范。如果说还有不足，那就是贵州茅台是一种高档酒，永远也不可能让所有的消费者都喝茅台酒，所以其成长的空间终究有限。现在二锅头、汾酒都开始按这种方法定价并运作，这些公司的业绩也在这两年出现显著提升。

葡萄酒是酒中的舶来品，从一开始就是全国性的品牌，如长城、张裕。葡萄酒兼具时尚和经典的元素，还有益健康，近年来销售增长速度很快。不利的是中国的餐饮文化喜闹不喜静，而葡萄酒宜静不宜闹，在这点上黄酒更适合中国人餐饮时爱热闹的消费特点，所以如果黄酒的定位能够兼顾红酒的时尚、经典和健康的形象，则是具备挤占红酒消费市场的潜力的。这两年第一食品的石窟门上海老酒在口味和包装上就比古越龙山更接近上述定位，我们发现前者的销售增长也显著大于后者。黄酒的空间还有多大，现在还难说，主要要看黄酒能否成为全国性而不是江浙地区性的消费品。

至于啤酒，在国人地区性消费习惯没有改变之前，其股票是很难有好的表现的。（从2005年10月至2007年10月，酒类公司的市场表现极佳，尤其是白酒类公司。从绝对股价看，贵州茅台从48元涨至199元，上涨了3倍；五粮液从6元涨至42元，上涨了6倍；泸州老窖从5元涨至70元，上涨了13倍……可见，用正确的逻辑分析问题获得的投资收益是非常大的——编者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

白酒演义

2007－11－05

有一天亨氏企业的CEO突然接到一个电话，对方自称是对冲基金管理人，他说我们共进午餐吧，我想和你谈一谈亨氏企业营销的问题。为什么要和你共进午餐呢？我的工作很忙，CEO耐着性子回答。最好还是见见面吧，因为我已经是亨氏的第一大股东了，这个基金经理不紧不慢地说。故事接下来的过程这里不再细述，但故事的结局倒不错。故事的两个主人公相谈甚欢，而这个对冲基金管理人也是一个营销高手，他非常中肯地评价了亨氏企业存在的问题和所面临的竞争压力，并提出了整套改进的计划。CEO经过研究，很快对公司的经营进行转变，公司的经营和股价也在共同回升。

这是一个投资人改变企业价值的典型故事。国内的资本市场现在还很难出现这样的双赢案例，记得去年某名牌酒业公司由于投资了一个化纤企业，而在股改时被要求剥离，但企业硬挺了过去。不过今年那个化纤企业倒是赶上难得的行业景气，所以没有竞争力的化纤企业被顺利地处理。我在与上市公司接触时，对那些特别关心股价的公司，一般都会比较谨慎；对一点也不关心股价的公司，一般都不会长期投资；持中间态度的公司，则总是希望听听总经理对行业及企业战略的看法。有次一个企业的老总到公司路演，人还没走就发现基金经理在卖股票，原因是这个老总对自己的行业一无所知，而且似乎也没有太多要做好的意愿。正如巴菲特上个月到中国来接受采访时说的，他只是看了中石油的财报就买入了大量的中石油

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，因为这笔投资的主要原因是油价要涨，油价才是主要矛盾，所以当油价涨到七十美元后，他选择减持。有时候判断企业的投资价值正是通过分析企业经营中的主要矛盾获得的。

这几年白酒行业的演变就是说明这一点的很好案例。当王国春开始用现代营销的观念经营白酒后，五粮液从一个普通的浓香型白酒一跃变成中国的酒业大王。它成功的要点是：分离基酒中品质最好的部分，做主打品牌五粮液；按商务活动的市场需求定价；像鲁酒一样进行品牌推广；大力培养全国范围的经销网。这四部分正是营销学中的“4P”，产品 Product、定价 Price、促销 Promotion 和渠道 Place。通过对现代营销学的应用，五粮液获得巨大成功，这也引来众多酒厂的模仿，全兴酒厂从酒鬼酒的案例中吸取经验，把全兴大曲中品质最好的部分，以水井坊的品牌高价推出，这进一步确立了高档白酒的概念。据说，当时王国春正因病住院，获悉水井坊定价在五粮液之上时，整夜未眠，断然决定五粮液提价，正是这个决定拉开了白酒连年提价的序幕，也动摇了五粮液酒业大王的基础。为什么呢？这是后话。到这时，白酒高档化正式完成，茅台、五粮液和水井坊也成了高档白酒的代表（后来老窖也加入了这个行列）。原名绵竹大曲的剑南春则采取差异定位策略，建立了中国中档白酒的标准。大约也在这个时候，老窖开始推出国窖 1573，它们的创意是历史和文化，而它的广告词可能是所有酒业广告中最易让人记住的。老窖的创意成功地把高档洋酒从高档白酒中分离了出来，这使得高档白酒免于高档洋酒的竞争。而生产葡萄酒的张裕则要面临国外葡萄酒的强大竞争压力，这使投资者对它的未来心存疑虑。最后的主角是茅台，茅台的贡献在于成功推出了年份酒，把高档白酒延伸为奢侈品，而这种延伸很有可能会颠覆中国白酒的现有版图。这就是过去十年中国白酒的主要故事，而这十年的故事可能仅构成整个故事的上集，下集也许已经开始，它会有些什么样的内容呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业成败最终看执行

2005－12－31

执行是一个公司成败的直接环节，
也是最难评估的一个环节

2001 年，踌躇满志的赵新先（原三九企业集团董事长）决定成立三九连锁，进军医药零售终端，当时三九医药是国内第一家提出“万家连锁”的企业，赵新先计划投资 5 亿元来实现这个宏伟的目标，但是 4 年过去了，三九连锁 2005 年前三季度的亏损近 3 千万元，净资产为负。三九连锁的母公司三九医药于 2000 年上市，上市第一天流通股市值为 35.2 亿元，但现在流通股市值仅剩 8.6 亿元，公众股东损失达 26.6 亿元。

其实，按建立医药连锁的一般规律，建立一个零售点，需要租金、装修、铺货等投入约 50 万元，但赵新先的这个计划却只有 5 万元，所以三九连锁的员工只能“少花钱多办事”。不过所谓便宜没好货，这样做的结果是三九医药收购了一堆选址错误、经营不善、别人急于脱手的医药小卖铺。所以即使是在所有人都对终端抱有好感的今天，当三九医药转让其连锁药店 96% 股权时，其价格上限只有 300 万元，而且这样的价格还没人要。2005 年 11 月赵新先被警方刑事拘留了。

2005 年底很多券商都举办了投资研讨会，由于全流通在即，这些研讨会不仅参加的人数多，而且上市公司也第一次密集出现。这些上市公司一改过去对投资者爱理不理的态度，向投资者展示各种图表，描绘令人向往的发展前景和动听的投资故事。不过也许是因为时间有限，鲜有公司向投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者介绍公司将如何执行这些计划以及实现计划的可能性。不仅如此，如果大家留意这些证券研究机构的报告会也会发现，很少有关于公司执行层面的判断，而无论从三九连锁的故事还是从商业教材上的案例看，执行都是一个公司成败的最直接环节，这个环节也是最难评估的一个环节。

如果投资者是一个风险投资商，那么对企业执行能力的评估是至关重要的，风险投资商考察的一个核心也是创业者及其管理团队的素质。2005年1月，凤凰卫视前节目主持人梁冬辞职加盟百度公司，任市场副总裁。据他解释，他是一个感性的人，而李彦宏是一个理性的人，所以两人并不“过电”。但在一起吃饭的时候，他发现李彦宏非常专注，所以他认为一个吃饭都如此专注的人做事应该会更专注，而他相信这是做成事的一个重要标志。我们知道这很可能是一个宣传的故事，但它说明评估管理层的个人素质是判断公司能否成功的一项重要内容。

龙头企业是投资者比较愿意投资的企业，不过从结果上看，投资龙头股不一定能获得最好的回报，所以彼得·林奇当年买汽车股的时候没有考虑通用而是买了克莱斯勒和沃尔沃。不过以往的成功确实是判断企业执行能力的一个重要渠道，所以投资龙头企业赢利不一定最多，但风险会小很多（*在牛市中投资龙头股也是相对安全且收益不错的办法——编者注*）。

最后是商业规律，如果一个企业的经营规划违反了商业规律，那么其执行结果肯定是难达预期的。比如医药企业的成功主要来自专利药品的成功，而国内的医药企业却把重点放在销售而不是研发上，所以无论公司怎么努力，除了几个传统中药，其他的医药股常常是坐过山车。如果这种战略不改变，医药股出现超级牛股的可能性将非常小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商场如战场：从两个可乐的竞争说开去

2006－02－11

两个可乐大半个世纪的竞争很好地诠释着孙子兵法中的传世名言

2007年2月初，百事可乐的股价盘中一度超过60美元，其收盘总值达到993亿美元，而可口可乐的总市值则降为980亿美元。从1919年可口可乐上市以上来，百事可乐一直扮演着小兄弟和挑战者的角色，10年前，百事可乐总市值只有可口可乐的一半，直到2006年2月中旬百事可乐的总市值才历史性地第一次超过可口可乐。百事可乐的赶超主要得益于三个方面：一是百事可乐以时尚为突破口，几十年来不断地争取年轻一代，相反可口可乐的传统和经典形象在现代的网络社会中则偏于保守；其次，现代社会提倡健康，可乐却基本被认定是对健康无益的饮料，百事可乐顺应上述趋势，趁早调头，开发了以薯片为代表的其他小食品，目前，这些小食品已经成为百事可乐重要的利润来源。

孙子说："昔之善战者，先为不可胜，以待敌之可胜。不可胜者，守也；可胜者，攻也。守则不足，攻则有余。善守者藏于九地之下，善攻者动于九天之上。"两个可乐大半个世纪的竞争很好地诠释着孙子兵法中的这段传世名言。可口可乐在碳酸饮料中的地位是不可战胜的，百事可乐总结早年失败的教训以后，再也不试图进攻传统的可乐市场，而是建立一个对立的时尚品牌，以攻为守，几十年来，顽强地生存。但如果现在碳酸饮料本身出现问题，那么先前双方的攻守地位则立刻出现变化，这不仅反映

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在总市值上，也充分体现在企业的经营战略上。现在，可口可乐 CEO 艾斯戴不仅要把“Always Cocacola”改为“Welcome to the Coke side of life”，而且要通过购并实现产品的多样化。如果目前的趋势不能扭转，不知可口可乐的大股东巴菲特会不会像对待吉列一样处理可口可乐。

国内企业发展的历史并不长，但类似两个可乐这样的冤家却已经不少，比如国美和苏宁，蒙牛和伊利。国美是一个典型的进攻者，高调、霸道、迅速扩张，在占有率、店面数、销售额和净利润等多项指标上力压苏宁。国美的策略是在每个苏宁店的旁边开两家以上的店，所谓善攻者动于九天之上。苏宁则显得谨慎、低调，紧跟国美，但在单店利润和单店销售额上却胜过国美，所谓善守者藏于九地之下。不过如果三到五年之后，国美还不能完全取得领先，那么单店效率更高的苏宁就很有可能会转守为攻。蒙牛和伊利则还没有完全正面交锋，蒙牛长于进攻，伊利则稍逊一筹，这从两个公司成长的速度、进攻路线中可以看出。蒙牛从大城市着手，首先选择三元和光明做对手，这一方面是因为其经销体系只能支撑大城市，另一方面则是由于其卓越的品牌推广能力。伊利则拥有更完善的经销体系，但在品牌推广能力上与蒙牛有较大差距，加上国有企业的机制问题，如果蒙牛在全国布局完成之后，伊利还不能获得突破，则伊利很可能会面临蒙牛强大的进攻压力，这也许是现在伊利不惜巨资赞助奥运的一个重要原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电脑 PK 软件：解读终端销售模式

2006－02－17

上下游力量的对比决定着双方的最终前途

2006 年 2 月比尔·盖茨又一次抛售了微软的股票，虽然这可能并不是因为比尔·盖茨已经不看好微软了，不过相对于竞争对手 Google 来说，这一年微软确实表现得相当吃力。

从商业理论的角度分析，微软的核心优势在于视窗操作系统的垄断，微软的策略也首先是要保证视窗的垄断，谁要是动了这个基础，微软会不惜一切代价进行保护；其次微软还要通过视窗推广自己的产品，打击竞争对手，比如当年微软就是用这个策略打赢了浏览器战争，而现在微软也打算推出免费的搜索系统来对抗 Google。但是此一时，彼一时，随着 DELL 的崛起以及其他电脑公司的破产或被收购，现在的 PC 机市场与当年已有天壤之别。DELL 与 HP 的市场占有率非常大，所以 DELL 有了一个新的主意，他联合 HP，试图把电脑变成一个超级市场，像包括视窗操作系统在内的所有软件应该像宝洁的洗发水一样，如果打包与电脑一起卖的话，就得给“上架费”。

我们知道，几乎所有商业教科书都把比尔·盖茨选择不做电脑做软件当成微软成功的核心策略，所以电脑公司的毛利率越来越低，以至于 IBM 不得不把它卖给中国的联想，可是现在由于网络的兴起，像 Google 这样越来越多的软件公司飞速成长，而 PC 机公司却越来越少，因此谁也不能说 DELL 把 PC 机当超级市场的主意仅仅是一厢情愿。如果有一天电脑的使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者真的像在超级市场中那样随意选择不同公司的操作系统或搜索软件，那么很难想象微软的股价会变成多少。

中国这两年有一只大牛股苏宁电器，虽然投资者已经从中获得了很高的收益，但怀疑的人却从来都没有减少过。我们不知道5年后，苏宁或国美会变成什么样，尽管我们知道这个行业最少有一万亿元的规模：如果按国美的销售净利润率，行业利润是400亿元，如果按苏宁的净利润率，行业利润是200亿元，如果按20倍市盈率，对应的市值就是8000亿元和4000亿元，而现在两个公司的市值分别只是110亿元和75亿元，当然这一切最终要看电器连锁能否成功。

从软件和电脑的故事中我们可以得出两个结论：一是终端的集中是不可避免的，而在这个过程中也并不是每一个参与者都是失败者，比如DELL在电脑行业的集中过程中，其利润一直在快速增长，如果投资DELL，其回报也不比微软差多少，所以在电器连锁行业的集中过程中，连锁公司也未必一定会同样面临利润下降的命运。

其次，上下游力量的对比决定着双方的最终前途。对于这一点我们可以看三种不同类型的上下游模式：一种是汽车4S店，对于汽车这种大金额商品的销售，每一个零售点都不可能进行大宗销售，所以汽车销售总是汽车公司说了算，销售公司与零配件供应商一样都是以汽车制造商为核心的；第二种是以沃尔玛为代表的超市，其上游产家极多，因此零售商的力量非常强，强到可以卖自己的品牌，比如牛奶或冷鲜肉；第三种类型介于两者之间，比如电器连锁，上、下游产家的集中度都不低，其实力也不相上下，这种类型的结果可能是上下游的均衡，也就是零售商和电器制造商的集中度都处于寡头状态，而没有技术的电器制造商和没有效率的零售商会被淘汰出局，电脑和软件大致属于第三种类型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小企业的成长之路

2006－03－10

不同的禀赋、机遇和道路的选择，基本决定着哪些企业更有可能在将来成长为巨人

第78届奥斯卡金像奖揭晓，李安终于凭《断臂山》获得最佳导演奖。由巩俐、章子怡主演的电影《艺伎回忆录》也赢得了三个小金人。虽然这两部电影并没有在国内公映，但获奖总是一件好事，而像章子怡这样年轻的女演员即使没有获得奥斯卡提名，也仍称得上是非常成功的了，从现有数据看，她也是国内2005年收入排行榜排名第一的女艺人。对此，导演张艺谋有过一个评论，他说，章子怡的成功可能有三个原因：一是她“能打”，从11岁开始学舞蹈的功底使其借《卧虎藏龙》走向国际；二是她年轻，当她被世界认识的时候刚二十出头；最后是她的语言关过得相对较好。

与章子怡同期的女影星还有赵薇、周迅和徐静蕾，时称“四小花旦”，6年过去了，这四个影星从出道到成长，走了各不相同的路，加上不同的禀赋和人生机遇，她们的成就自然也各不相同。小企业的成长也是这样，不同的禀赋、机遇和道路的选择，也基本决定着哪些企业更有可能在将来成长为巨人。

首先是先天的禀赋。这是最有决定性的因素，所以投资小企业时，最重要的一个选择标准是看这个企业有没有一个足够的空间，以及这个企业是否有明确的胜出优势。就像前面张艺谋对章子怡的评价那样，国际化的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定位和“能打”是章子怡演艺生涯拓展的一个核心。其余的3位影星在国内打拼，不可避免地遭到不断出现的更年轻的女艺人的竞争。这就像2005年比较流行的一本书《蓝海战略》的主要观点，如果总是面对激烈的竞争或成长空间有限，那么这样的企业是不值得给出高估值的，比如一般制造业，或市场空间小的企业如很多中小板上市公司。

“老徐博客”最近比较热门，其主人是转型做导演的徐静蕾，从人生发展的路径选择上来看，张艾嘉可能是其发展的方向。同样，中小企业在成长过程中选择其他的路径或转型也是非常重要的一环，当年诺基亚转行做移动通讯，成就了现在全球顶尖的通讯设备制造商。国内上市公司中像第一食品，其主业是食品零售，但近两年业绩的增长却主要来自于其全资子公司金枫酒业的黄酒业务快速成长。

最后一点是机遇，一个企业的成长一般有三个阶段，一是净利润在1亿以内，这时企业还没有成型，成功和失败都有可能；二是净利润在1亿和10亿之间，这时的企业一般已初具规模，但有些企业却可能面临空间不足，面临转型的压力；三是净利润在10亿以上，这时的企业基本可以做到行业领先的地步，并很可能已在国际上具备优势。如果企业能完整实现前两步跨越进入第三阶段，那么其利润增长的幅度很可能会超过20倍，再给这个成长一个期限比如是10年，那么投资者投资这种企业10年的总回报会接近20倍，年均回报会达到30%。就像章子怡比较善于抓住机遇一样，每个企业在突破成长的阶段时，也需要抓住各种机遇，如10年前中集抓住了集装箱技术的不同，战胜了日本的公司，但下一次机遇却要看半挂车能否成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商圈的故事：判断成功企业的特征

2006－06－05

只有能够像癌细胞一样不停开店的公司，才有可能出现利润的持续快速增长

10多年前在学校读书时，老师与我们讨论过一个案例，那是一个关于营造商圈的案例。上海的南京路那时候还没有现在这么多霓虹灯，外地来上海出差或旅游的人主要选择去南京路购买商品，淮海路则走高端路线，消费者也以上海本地居民为主。我们的学校在虹口区，四川北路是主要的商街，那个案例的题目就是如何营造四川北路的新商圈。

从科特勒的营销学观念出发，如果要营造好新的商圈，就必须有一个明确的定位，这样才能面对南京路和淮海路的激烈竞争。而四川北路与这两个成熟的商圈相比，无论从历史商誉看，还是从软、硬件条件看，都处于一个明显的劣势。所以，当时的方案是定位在中低端以区别于淮海路，定位在本地消费者以区别于南京路，而要吸引本地的低端消费者，实惠就成了主打概念，所以“走走逛逛其他路，买卖请到四川路”的广告词在10年前的四川北路随处可见。这是一个很有创意，技术上也无懈可击的策划案，除了有人提出这种比较广告是否有贬损其他商业街的嫌疑。不过，10年过去了，四川北路的商圈甚至还比不上更远的五角场了。原因是什么呢？商业街不同于超市，消费者首先要逛，其次才会买，很难想象消费者会逛其他商业街选好商品，然后去另一个商业街购买，除非是上海的襄阳路或北京的秀水街这样的地方。所以策划案的创作者第一很可能不是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

女性，其次对商业的理解也不深，不知道逛和买对于百货商圈来说是不可分割的。

就像这个故事所显示的，现代商业的核心其实就是消费者的分类和积聚，因此，判断一个商业能否成功，也可以从以下两个方面分析：一是对目标消费者的定位，二是吸引目标消费者的能力，比如大型超市的成本领先、家装超市的质量可靠、百货商场的品种丰富、综合 Mall 的功能齐全、便利店的方便快捷。虽然目标是一致的，但不同企业成功的能力却不尽相同。比如沃尔玛专注于成本控制，所以它不收上架费，培养自己的供货商，有全球最先进的卫星系统；而家乐福却总是能抢占最好的位置，积聚旺盛的人气。

国内股市中虽然现代商业零售企业数量并不多，但以苏宁、大商和综超等为代表的现代连锁零售企业的股票却有着非常优异的表现，主要原因是这些企业具备不断进行异地扩张的特质。因为单店销售额和单店利润的增长速度很难超过 10%，所以只有能够像癌细胞一样不停开店的公司，才有可能出现利润的持续快速增长。上述三个企业这两年的扩张速度就非常快，如果这种速度能够维持，股市对这类股票的估值也可能还会比较高，比如上个世纪，沃尔玛在很长的时间里市盈率都维持在 40 倍左右的水平，近几年其扩张速度明显下降，其市盈率水平也随之降到 20 倍左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

淮海路 PK 南京路：解读连锁零售业

2006 - 06 - 08

淮海路和南京路的变迁与连锁零售企业的发展是相似的

上海的淮海路和南京路可以说是全中国最繁华的两条商业街，从知名度来看，南京路更胜一筹，但在10年前南京路却感到了明显的压力。因为那个时候的上海乃至中国都处于大规模建设的前期，比如上海当时提出的口号是“一年一变样，三年大变样”，但全国大部分城市却仍没有进入快速建设的阶段。所以来上海的人很多，逛南京路的人也很多，但由于人们还不富裕，所以商品价格并不高，单店销售额也上不去。反观淮海路，以中、高档商品定位，一批海外连锁百货公司也在淮海路落户，如百盛、太平洋。价格高，所以单店客流虽然不高，但单店销售额和利润却反而不低，这使淮海路商圈处于明显的上升趋势中。

不过10年之后，那句老话“风水轮流转”又似乎应验了。首要原因是中国人在这10年间收入都有了巨大的增长，这也是国内优势消费类上市公司这几年表现很好的根本原因；第二个原因是中、高档百货商店在中国开始普及，这是百盛在香港有很高的市盈率、大商这样的股票这两年有很好表现的主要原因；最后是南京路重新改造，强化了休闲和饮食的功能，成了一个大型的Mall。此消彼涨，淮海路的优势减少了，而南京路的优势在增加，所以现在压力转移到淮海路上了。

淮海路和南京路的变迁与连锁零售企业的发展是相似的。

首先，客户的需求是处于变动之中的，当人均收入超过1000美元之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，连锁业才可能出现，所以中国的超市在2000年之后才真正进入起飞阶段，而由于国内中西部及大、小城市之间的经济差异，这种增长空间可能还远没有到减速的时候，这个现象既表现为这两年苏宁、综超等全国性连锁零售企业的利润增长总是超过投资者的预期，也表现为国内大部分投资者对此仍是疑虑重重。

其次，连锁零售企业对客户需求的把握决定着一种业态能否成功。比如随着国内新型住宅的发展，人们对生活必需品的需求几乎被大卖场和便利店完全覆盖，大卖场主要提供一站式、价格便宜的日用品，而像“7·11”这样的便利店则在小区内出售主要包括早餐在内的便利食品、烟酒和计生用品，这使中型超市无法再吸引消费者，所以类似华联超市的中型超市经营压力自然越来越大。

最后，连锁零售业的聚集效应明显，当企业规模增长之后，其在物流、库存、采购上将获得巨大的成本优势，从而形成难以逾越的壁垒。聚集的原因主要是两个方面：一是服务，比如宜家的家具设计能力是没有竞争对手可以比肩的，而 Bestbuy（百思买）在美国的成功与其在数码产品上的推广能力不可分割；二是成本管理，由于连锁零售的销售净利润率很少超过5%，但销售额巨大，所以精细的成本管理是企业能否生存下去的决定因素之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长的宿命

2006－08－28

虽然判断企业成长结束这一天的到来，可能比判断它是否仍在成长还要困难，但对投资者而言却是极其重要的

经常参加关于证券投资的报告会，这是与投资者交流的一个重要场所。不过相当数量的听众可能对抽象的观念没太多兴趣，打听能够挣钱的股票才是最实惠的，所以每到报告结束的时候，都不会例外地看到许多期待的眼神。为了表示感谢，我通常会列举一些自认为风险不大、估值不贵、仍有投资价值的股票，但实际上听众对这类白马股似乎不是很感兴趣。

记得2005年底，我照例在一次报告结束前说，由于啤酒消费者仍没有改变喝地方品牌的习惯，这对大品牌不利，而其他酒类国内所有名酒的股票，无论是葡萄酒、白酒还是黄酒，这两年获得超过市场平均收益的可能性是非常大的。我看到大多数投资者表现出不屑的神情，茅台、张裕都已涨了那么多了，那是庄股，怎么能买？我知道他们的失望，但却无能为力。（其实，即便从作者写下该文的2006年8月28日算起，茅台、张裕的涨幅依然可观。至2007年10月，茅台从45元上涨到199元，张裕从33元涨到70多元——编者注）

10天（2006年8月18日）前DELL颁布了2006年二季度的财报，业绩大幅下降51%。DELL是上个世纪末美国乃至全世界最耀眼的一只成长股明星，其直销的盈利模式几乎打动了所有华尔街的基金经理。当年一位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著名的基金经理在接受采访时，就对 DELL 以及新经济表示出了非常乐观的看法，其程度不亚于2006 年中期许多人看好中国大牛市的程度。记者问他，说你的业绩很好，会有很多申购资金流入，你怎么办呢？这个基金经理想了想说，我会买更多的 DELL。现在不知那个基金经理是喜还是悔，因为在网络股崩溃前，DELL 确实一直在涨，不过真实的故事与他的预期却并不一致。首先直销的模式很难走出美国；其次这种模式用在其他产品如激光打印机上就不灵了；最后像 HP 这样的电脑制造商学习了 DELL 的方法后，大幅降低成本；而错误地拒绝 AMD 的低价芯片也是使 DELL 利润大降的最后一根稻草。所以如果持有 DELL 一直到现在，投资者就会发现，其股价仍是 6 年前股市崩溃后的价格，是历史最高价的 1/3，原因是 DELL 在那之后已无法做到继续成长。

这可能就是成长的宿命。就像人不可能长生不死一样，企业的成长也有结束的一天。虽然判断这一天的到来可能比判断它是否仍在成长还要困难，但对投资者而言却是极其重要的。因为这时候投资者会随着公司成长的停止而降低对它的估值，其股票往往会出现一次大跌。比如沃尔玛的市盈率从几年前的 40 倍降至现在的 20 倍左右，这段时间投资沃尔玛自然不会有多少收益。不过问题的另一面却是，只要企业仍然存在成长的空间，企业成长的模式仍然有效，那么投资的回报就会与企业利润增长的速度同步。所以也许有一天，当茅台已无法快速扩产，或者年轻人已普遍重视健康而不喝烈性酒，抑或中国人改掉了铺张的餐饮习惯时，卖出茅台股票的决定一定比持有好。只是要等到什么时候呢？可能所有的投资者都想知道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超级女生与人口统计

2005－09－22

作为一个投资者，对于人口统计方面的数据熟视无睹，很可能会错过重大的投资机会或遭受难以估算的损失

超级女声的节目已经结束后，人们仍然会不时聊起相关的话题。笔者发现同龄的朋友大都更喜欢张靓颖，但从实际得票看，显然她不是最受欢迎的。不过问一问这些朋友有没有参加投票，却发现像凤凰卫视曾子墨那样每天投票的人几乎是零，所以张靓颖得票不高也是顺理成章。

本文无意分析20世纪70年代或80代出生的人的差异，但作为一个投资者，对于人口统计方面的数据熟视无睹，很可能会错过重大的投资机会或遭受难以估算的损失。比如2003年，国内银行贷款突然猛增，其中房地产一个行业的贷款就接近总贷款的1/4，接着整个经济突然增速直至过热，那一年投资界对此的解释是“城市化”、“消费升级”及“世界工厂”这三驾马车促使经济高速增长。但仔细想想，这三个原因一直存在，为什么会在2003年开始发生突变呢？这是一个谜，而且没有经济学家预测到这轮经济高潮的到来，就像没有人知道在进入WTO之后，汽车的消费不仅没减少反而出现了井喷。但换一个角度看，大约从20世纪90代末期开始，60年代出生的人进入买房高峰，接着70年代的人在2000年进入买房高峰，而在2002年，全国住房的供给和需求发生逆转，于是房价飞涨。也许这不是故事的全部，但这至少是故事的重要部分，就像美国战后的“婴儿潮”对美国经济上个世纪末的繁荣有重大影响，国内20世纪60年代到80

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代的生育高峰也许会主导中国这一轮的经济增长，这是一个巨大的投资机会。

从经济范畴看，人口对经济最直接的影响是总量的变化，它通过劳动力总供给及消费总需求的改变来影响经济。2004 年国内外的经济学家一致认为，2005 年国内可能会出现通货膨胀，同时中国应该升值以减少外贸顺差。但 2005 年的通货膨胀率却与专家的预测大相径庭，而 7 月份人民币升值后出口没有受到任何抑制。从人口统计的角度看，第一，我国有大量剩余劳动力，第二，这些劳动力主要在民营企业就业，其工资近年来几乎没有增长。考虑到我国贸易依存度高达 80%，而资源及公用事业的价格受政府管制，所以当经济过热时，可贸易品可以进口，对不可贸易品如公用事业的政府管制起到了抑制经济的作用，所以并没有像传统经济学描述的那样，经济过热导致工资增长，进一步引发总需求的增长，从而导致通货膨胀。至于升值，中国的问题在于 20 世纪 70 年代以前出生的人不习惯消费，而劳动力的供给却形成了巨大的生产力，所以只能通过出口来储蓄，汇率对国内出口的影响可能不起太大作用，这反映在国外需求对出口的敏感性是汇率对出口的敏感性的 5 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洛克菲勒父子的故事：从人口结构变化看投资机会

2005-09-30

从储蓄和消费倾向看，中国的存款率将面临向下的拐点，而消费率会不断上升。所以5年或10年之后，我们会发现，包括房地产在内的消费类公司可能是中国增长最快的公司之一

有一则关于洛克菲勒父子的故事，说洛克菲勒去一家酒店住宿，他对前台服务生说："请给我一间普通标准间。"这时酒店的老板刚好路过，认出了洛克菲勒，听说他要住普通标准间，就走过来说："先生，您需要我们这里的套房吗？我们这里的套房非常棒。""不了，我只要标准间就可以。"洛克菲勒回答。酒店老板非常困惑，他说："您那么有钱，而且您的儿子经常在我们这里住，每次他都住套房。"洛克菲勒听后并没在意，回答道："是吗，这也不奇怪，因为他的父亲很有钱，而我的父亲却没钱。"这个故事告诉我们，不同时代人的消费观念是不同的，而这种行为上的差异对经济及企业的影响则是每个专业投资者应该了解的（就人口结构变化对经济及企业的影响看，作者应该是较早地关注到这一点，并从中抓住包括房地产在内的消费类公司机会的机构投资者代表——编者注）。

从行为特征区分目前不同年龄层次的中国非农业人口，大致可以分为三个部分，一是20世纪60年代之前出生的人，其次是60到70年代出生的人，最后是80年代之后出生的人。这三个年代的人在消费观念和消费能力上差别比较明显；这三个年代的人从人力资源的角度看也存在较大差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 60 年代之前出生的人消费能力相对有限，其知识结构也处于比较不利的地位。

60 年代到 70 年代出生的人无论从消费还是从人力资源的角度看，都是目前中国的核心。这代人的习惯决定着相当部分企业的命运。总的来说，这代人的特点是承上启下，从历史的角度看，他们经历过中国从封闭走向开放的过程；从知识结构看，他们混合着传统和现代；从人生阅历看，他们经历了贫穷到小康。比较令人惊奇的是，即使在 IT 这样的高科技领域，他们的成就也显然高于海归，如网易的丁磊、盛大的陈天桥。这代人喜欢存款，正学习消费，消费时更重视产品功能而不是品牌，消费的主流是住房及汽车，他们是目前房地产热潮的推动者。

80 年代以后出生的人，以姚明和超级女声的走红为代表，开始崭露头角。这一代人有更好的教育背景，更富裕的生活环境，大多数是独生子女，在大学扩招后上大学。他们身上现代潮流的烙印更深，没有先存款后消费的习惯，消费的范围从住房到普通日用品，是已经学会消费的一代，这代人的消费一般较注重品牌。

根据上述分析，我们可以得出一些有趣的结论：从储蓄和消费倾向看，中国的存款率将面临向下的拐点，而消费率会不断上升。所以未来 5 年或 10 年之后，我们会发现，包括房地产在内的消费类公司可能是中国增长最快的公司之一。从消费结构看，今后住房或汽车消费所占比重可能会下降，不同种类的消费品都会有较快的增长，比如 2005 年男性护理用品的广告投入突然发力，其增长率远高于女性；从消费特征看，统一的大品牌会有更大的发展机会；从人力资源的角度看，由于有更多的人接受了更好的教育，所以科技类公司及服务业具备了快速发展的人力基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把握将来的投资机会

2006－03－07

投资者如果不对20世纪80年代后的这一辈人进行深入的研究，将很难把握将来的投资机会

2006年3月第一周，新浪博客人气排行榜的冠、亚军分别是徐静蕾和韩寒，不过韩寒人气的飙升却与历时半月的韩寒、白烨之争有关。

“韩白之争”的来由如下：文学评论家白烨在自己的个人博客上贴出文章说，“80后作家”写的东西还不能算是文学，只能算是玩票，有业余的性质。其中一个理由是他们很少在文学杂志亮相，文坛对他们不了解，他们“进入了市场，尚未进入文坛”。“80后出生的畅销书作家”韩寒看后非常不乐意，就在博客上贴了一篇题为《文坛算个屁，谁也别装X》的文章，说文学不文学，不由文坛说了算，写博客的人都算进入了文坛，反而是部分前辈们应该认真写点东西，别非黄即暴，其实内心比年轻人还骚动，别凑一起搞些什么东西假装什么坛什么圈的，什么坛到最后也都是祭坛，什么圈到最后也都是花圈。

如果在十几年前，这事一定是一件相当严肃的两代人之间的文学批评争论，可在如今的网络时代，却演变成了一件比较八卦的娱乐事件，难怪白烨在论战了一回后说，博客这种形式“使得恶毒占了上风”，干脆关闭了他在新浪网上的博客。

国内基金天天排名，所以对人气或排名是比较敏感的，不过对这件事可以敏感，可能还有另外一层含意。2006年初广东“民工荒”更加严重，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然民工包吃包住，工资从600元涨到了1000元，但调查表明，现在的民工中有一股生力军，出生于80年代后半期，生存压力不像其父辈那么大，所以不仅对最低工资有要求，对福利和发展机会也有要求，而且知识面宽、维权意识强。企业不仅要提供有吸引力的工资，在管理透明性、企业文化上也要下工夫，否则就会被这些打工者抛弃。这件事也表明同样一个事实：中国已经发生了巨大的变化，从今往后，这种变化可能不仅不会减缓，反而还会加速。作为股市的投资者，这种变化不仅意味着投资机会，也意味着投资陷阱。

我们都知道，这两年国外啤酒巨头收购国内啤酒企业时估值非常高，这一方面是因为国内啤酒行业销售净利润率较低，整个行业的赢利存在巨大增长潜力；另一方面则是因为新一代的欧洲人及美国人更注重健康，所以红酒的消费量不断增长，啤酒消费出现下降，中国则成了世界上最大的、正在增长的啤酒市场。不仅如此，新一代的欧洲人及美国人还在抛弃代表美国文化的可乐和麦当劳，果汁型饮料增长迅速，他们更喜欢喝咖啡，不喜欢喝茶。所以星巴克连锁店随处可见，而巴菲特则说他错过了卖出可口可乐的最佳时机，他2005年大手笔投资的百威啤酒也在当年就出现了亏损，这些事还使大家开始讨论他的退休及其接班人的问题。

80年代后出生的人是第一代有安全感的中国人，其父辈已经积累了一定的经济基础，所以目前如日中天的房地产很可能不是这一辈人重点关心的事，这决定着房地产的发展特征和回报。投资者如果不对这一辈人进行深入的研究，将很难把握将来的投资机会。从总体上说，劳动力优势将减弱，消费倾向将增加，消费结构将出现变迁，这也是今后10年，国内投资的重点在自主创新制造业以及消费品和服务行业的重要依据，我们可能会持续面对这些行业超越市场预期的表现，比如很少有人预期到2006年酒类的销售在2005年大幅增长的基础上不仅没有调整，反而出现放量加速增长的趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　怎样才能从股市中获取较高利润

（漫谈对股票的研究和判断）

买卖的选择

2005－08－18

投资者在做出买卖选择的时候，不仅要对企业基本面了如指掌，还要精通股票的各种定价原则

投资股票赢利的主要手段是低价买高价卖，这本身并不困难。但一只股票什么时候是低价什么时候是高价就是一个非常令人捉摸不透的问题了。股票定价有三种方法，一种是大股东爱用的净资产定价，一种是流通股东理论上的定价方法净现金流法，最后一种是实际中流通股东对净现金流法定价的修正。投资者不仅要知道这三种方法的定价，还要知道什么时候定什么价格是有效的。

有一个小故事，说一对新婚夫妻，老婆决定每天给老公做早餐。第一天老婆煎了一只鸡蛋，老公皱眉说想吃煮鸡蛋。第二天老婆煮了一只鸡蛋，老公还是皱眉说今天想吃煎鸡蛋。第三天老婆煮了一只鸡蛋又煎了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只鸡蛋，心想这样总满意了。可是老公看了早餐后仍皱眉说，你把煎的鸡蛋煮了，把煮的鸡蛋煎了。实际生活中不会出现这样的老公，但买卖股票的时候却经常出现这样的股民。因为如果你在股市中亏损，那一定是你在应该卖股票的时候买了股票，在应该买股票的时候又卖了股票。比如 2004 年许多个人投资者无法想明白为什么钢铁股的 PE 值如此低却仍然要下跌，贵州茅台股价如此高却仍在上涨。因此投资者在做出买卖选择的时候，不仅要对企业基本面了如指掌，还要精通股票的各种定价原则。

从国外股市的经验来看，各种股票的定价在不考虑短期心理因素的影响时有一个大致的规律。投资股市的平均收益率应在 8% 以上，但由于个股与整个市场相比存在风险，因此股票的年收益率大约 10% 比较合理，在这个基础上，股价的结构可以分为四档。最好的股票是成长型股票，其 PE 值可在 15 倍以上，个别快速成长的公司如科技类和服务类公司 PE 值可达到 30 倍以上。国内这样的公司并不多见，苏宁电器和烟台万华等企业曾经有过这样的估值。第二档是成长类或收益率稳定的，如长江电力，将来上海机场或贵州茅台在其增长速度放慢后也将归于此类，其 PE 应在 10 倍到 15 倍，分红收益率可达 5%。第三档公司规模较小，所在行业发展空间有限，自身能力不强，这类公司中有很多企业可能不能维持 10 年以上的持续经营。所以这类公司的股价应比较便宜，如目前市场上的一些中小板企业。这类企业如果增长已出现问题，那超过 10 倍 PE 时就应警惕了。最后一档企业不能准确地用 PE 值估价，主要包括银行类以及资本密集型企业。这类企业更多地用 PB（市净率）定价。如果银行的中间业务不大，如国内的上市银行，其 PB 一般为 1.5 倍。不过由于国内银行还没有开放，规模增长速度较快，因此如果上市银行资产质量不出问题，在估值上可能要上浮。资本密集型企业大多是周期型企业，如果投资没有壁垒，其 PB 在 1 到 1.5 倍之间会比较合适。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期的轮回

2005－03－03

周期类企业的投资盈利模式尤为重要

企业的赢利之道就是赢利模式，而企业如果能够通过一种难以复制的赢利模式长期维持其较高的毛利率及利润增长，管理学上就称这个企业处于利润圈之中了。如 DELL 的直销模式使它长期成长，打败一个个竞争对手。2005 年 2 月："全球第一女 CEO" 卡莉·费奥瑞娜被解职的一个重要原因就是惠普偏离了"惠普之道"，在与 DELL 的竞争中落败。

周期类、科技类、资源类、自然垄断类是几种主要的投资赢利模式，对中国而言，由于周期类股票占 A 股总量的 60% 以上，所以周期类模式尤为重要。典型的周期类企业处于产业链的中游，对上游及下游十分依赖。当这个企业的下游需求大量增加时，其产品就会涨价，但此时上游还没有涨价，这时这个企业业绩会暴涨。但反过来当上游涨价时，下游往往会因为需求下降而导致价格见顶回落，两头挤压，业绩会暴跌。

这类企业的业绩波动有以下几个特点：在低谷时毛利率越低，景气时由于涨价业绩增长的幅度越大；扩产周期越长，景气持续时间越长；每股销售额越大，景气时由于涨价每股收益增长的幅度越大。

汽车的每股销售额最大，扩产周期相对较短，所以汽车比钢铁、石化的弹性要大，涨时涨得多，跌时跌得快、跌得狠。20 世纪 80 年代，当时全球最好的基金经理彼得·林奇曾在行业最低谷时大量买入克莱斯勒，由于 CEO 艾柯卡的出色领导及汽车行业的复苏，克莱斯勒业绩迅速复苏，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价暴涨十倍。此时，彼得·林奇迅速兑现收益。而汽车行业又在一年后步入低谷，克莱斯勒股价随之大跌，彼得·林奇又在低谷时买入，再过一年克莱斯勒重又大涨。所以彼得·林奇在他发行量极大的一本书中说，在市盈率最低的时候买入一只周期类股票，是一种可以让你在短期亏很多钱的最有效办法之一。不过，这句话也是说易行难，因为没有人能准确地判断什么时候业绩见顶或者市盈率最低。那怎么解决这个问题呢？主流的投资者最后选择了周期类股票的净资产和长期的 ROE（即净资产收益率＝报告期净利润/报告期末净资产，用来作为判断上市公司盈利能力的一项重要指标，即公司将盈余再投资后生产更多收益的能力——编者注）水平作为买入和卖出的依据。如果一个周期类企业所属行业稳定，公司质地优良，股价大大低于净资产，几乎可以肯定，长期而言盈利的机会要大大高于亏损。如果一个周期类企业没有进入壁垒，长期 ROE 是 7%，而现在的 ROE 是 20%，那你应把这个企业的当期市盈率乘以 3，看看是否已经太贵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科技股，看上去很美

2005-03-10

科技股对于中国的投资者更像是水中花，看上去很美，但仅此而已，投资者很少从中获利。科技的赢利模式主要是通过大量的科研投入，生产技术领先的产品。由于技术领先，所以没有竞争，因而可以保持高毛利，从而使企业处于利润圈之中。成功的科技企业利润率水平较高，而成功的周期类企业无法摆脱周期轮回的命运，长期而言其平均 ROE 并不高，因而少有周期类企业处于利润圈之中。正如“一将功成万骨枯”所言，成功的科技企业的周围倒下了更多的牺牲者，如果算上失败企业的损失，科技类及周期类企业从整体上看，其 ROE 水平应是一致的。这也是资本市场的一个定律，最终所有行业的 ROE 趋于一致。这就是市场资源配置的魔力。

成功的科技企业是投资者的天堂，这类企业必须有如下特征：较高的研发投入与销售额比例；产品的独占性、持续的技术领先、较低的资本性支出。例如制药企业，通过专利的保护来保证企业的高额赢利；IT 行业中能够达到摩尔定律（指芯片中晶体管和电阻器的数量每 8 个月会翻番，这意味着半导体性能与容量将以指数级增长并且增长势头将延续下去——编者注）的企业，通过自我淘汰使竞争者无法跟进，从而保持高毛利。网络企业，如果不是依赖技术领先这个核心，则应不属于科技类赢利模式，如网易的短信业务刚刚起步就受到电信巨头的封杀，就在于其产品不基于技术领先，不具备独占性。我国台湾地区半导体企业曾有 50 倍以上的 PE 值，但现在分析师却用“资本杀手”来形容这类企业。为什么呢？因为如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果不能用制药行业的专利保护期来限制发展，则科技企业只能按摩尔定律来避免竞争，但巨额的资本支出带来大量的固定折旧成本，更新换代反而成了致命伤。目前台湾最好的半导体企业也难以达到20倍的PE估值。这种不幸在LCD制造商身上也在上演。

警惕那些花钱收购高科技项目的上市公司，这些公司由于没有成型的自主研发，其产品寿命可能因为更新换代过快而只有两三年，所以如果个人投资者用科技股的高PE来估值是很难有回报的。另一方面，由于成功的科技公司其实只是少数，所以对于个人投资者而言，如果不加选择进行投资是非常危险的。比较稳妥的办法是像巴菲特一样，如果真的看不懂，就敬而远之。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蓝筹股——寻找天生的赢家

2005－03－17

由于周期类股票及科技股变化太快，所以一般个人投资者投资时应谨慎对待。蓝筹股则是最适合一般个人投资者投资的品种。蓝筹股不仅要规模大而且其企业要具备一个重要的特征——持续稳定的成长。只有具备这种特征，投资者才可以稳定持续地赢钱。当然，持续稳定的成长不是绝对的，没有风险而且持续成长的企业在现实中几乎不存在。另一方面，由于所有的人都认为这种企业较好，所以这类企业的估值通常较高，比如当年美国曾有“漂亮 50”现象，这些股票当中的相当部分回报并不如人意，而且像宝丽莱（生产即时成像相机）这样的公司后来还被收购了。但从总体看，全球股市的收益率达 7% 以上，考虑分红再投资后，美国道琼斯指数更是达到年均 10% 的涨幅，所以只要适当分散，投资蓝筹股可以达到年均 8% 到 10% 的收益。

那什么样的企业最有可能是持续成长的呢？这可能是最关键的问题了。答案是买可以成为“天生赢家”的企业。这类企业就像孙子兵法上说的那样，“胜者，先胜而求战”，它们要么没有竞争压力，要么优势明显。比如说居枢纽地位的机场和港口。在目前的中国，由于地域的独占性，这样的企业面临的竞争很少，而市场快速成长。这些企业几乎每年的业绩都会有 10% 以上的增长，如果人们对它的估值不变，每年获得 10% 以上收益的概率非常大。现实也正是这样，只要具备一些管理学及经济学的知识，个人投资者还可以分析出许多这样的企业，如传统名牌中药，具有百年以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的历史，加上收入不断增长的国内消费者，想不增长都难。

关于巴菲特的书籍在国内已相当多，“天生赢家”其实就是他投资的主要对象。正如他在书中说的，要买那些业务简单，傻瓜都能经营的公司，最好不要买那些需要拼命竞争才能生存的企业。如果大家去书店，还会发现有相当多的关于赢利模式、企业如何持续成长方面的管理学书籍，了解这些好企业的特征，并从证券市场上寻找，比研究 K 线图来寻找赢利的机会要大得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长与价值的轮换

2005－08－11

一般情况下，价值股在经济复苏时期的表现通常要好于成长股，但是在经济扩张的后期，成长股的表现却非常好

2005年8月初，股市大涨两周，但前期基金重仓持有的防御型股票却表现不佳。同时，根据2005年7月基金半年报的披露，基金交叉持股的现象达到了空前的程度。这真的应验了关于投资的一个著名比喻：投资就像是一群鹿吃草，风险则是一只狮子。站在最外面的鹿会有比较丰美的草吃，但却面临被狮子吃掉的危险；如果躲在鹿群里，被狮子吃掉的风险会比较小，但由于吃草的鹿太多，所以吃到的草可能会比较差。看看2005年8月的股市，由于担心股改带来的扩容，担心经济的下滑，某些股票如神火股份，考虑对价的话最低只有4、5倍的PE值，因此现在这些股票上涨也同样是价值回归。

据说美国早期证券市场主要是吸引英国富人投资，当时美国铁路公司的股票也主要由英国人持有。但当股市低迷的时候，这些英国人却纷纷卖出了股票，结果是美国人用英国人的钱修建了铁路，又低价买下了所有权。这个故事说明人类的理性受情绪的影响是不可避免的，这就导致两个结果：一是对股市的干预是必需的，只是形式要选择好；二是股市的波动很多时候只是因为心理本身，与基本面关系不大，因为不同心理的人看同一件事会有不同的结论。这种心理的波动也造成了成长型股票与价值型股票的交替涨跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际上一般按价格的高低把股票分为成长型股票及价值型股票。这里所谓价值型股票，是指那些价格往往比类似企业股票的价格低很多的股票，这种低价格可能反映了投资者对近来公司所存在问题的疑虑，例如欠佳的收益、突发的危机和不透明等等。价值股也包括一些尚未被投资者认可的新公司的股票。成长型股票是指未来几年内的年收益有望高于市场平均水平的公司的股票，比如2005年基金重仓持有的一些非周期类股票，如机场、白酒类等，由于其业绩的持续增长，成长型股票价格也比较贵。

成长类股票的风险在于价格较贵，企业的成长性可能低于预期，如2005年表现不佳的东阿阿胶，在二季度销售数据不理想的消息为市场知晓后，其股价一路下跌。价值类股票的风险在于虽然股价已经很低，但仍可能不涨甚至下跌，比如银行类股票，由于预期经济下降、呆坏账增加，其股价也一路下跌，考虑对价因素，浦发银行的PE最低时只有8倍左右。如果投资者介入时间稍早就会被套牢。正如格雷厄姆所言，不要因为一只股票便宜就去投资，这种股票在大盘上涨时涨幅不大，但大盘下跌时却下跌得非常快。观察2005年的A股市场，大部分时间都与这个判断一致。不过历史统计表明，价值股与成长股的表现几乎平分秋色，只是时间不同，一般情况下，价值股在经济复苏时期的表现通常要好于成长股，但是在经济扩张的后期，成长股的表现却非常好，这与从2003年到现在的A股市场也相当吻合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“智慧之王”所罗门：能吸引眼球的股票才能得到广泛认同

2005－09－02

每一个成功的股票，其背后一定有一个动听的故事

根据《圣经》记载，所罗门是以色列第一个继承王位的国王。有一天晚上，刚当国王不久的他在梦中向上帝祷告，祈求智慧，希望能借此明辨是非。上帝很高兴，因为大卫没有像一般人那样祈求长寿、财富或者胜利，因此，上帝接受了他的祈求并承诺他将是世界上最有智慧的人，同时也将拥有财富和尊敬，成为以色列最伟大的国王。没过几天，所罗门遇到了至今仍流传很广的一个难题。两个母亲生活在一个屋子里，她们各有一个婴儿，一天晚上，其中一个婴儿不幸被母亲压死，婴儿的母亲发现后就偷偷把两个婴儿换了地方。第二天早晨，儿子被换了的母亲发现了死婴，但她知道那不是她的儿子，于是就请所罗门来裁判。故事的结局相信很多人都知道，所罗门假装要把活着的婴儿分成两块，两个母亲一人一半。婴儿的亲生母亲自然宁可放弃也不愿这样，因此，所罗门很快就解决了这个难题。这个故事传播出去后，每一个以色列人都被所罗门的智慧深深折服。据记载，所罗门编辑了上千首歌谣，懂得各种植物和动物，当时世界上所有的国王都知道他的智慧，并派人去听他讲课。

看完这个故事后，相信读者也会认同所罗门是一个智慧之王，这与历史上其他很多国王，比如以战功著称的亚历山大是不相同的。那么如果投资者面对成千上万种股票，其价格由公司未来的收益决定，但投资者又无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法预知未来，而股票短期的收益则来自于所有投资者对公司未来的认同，认同的人越多，其估值可能越高，投资者该如何选择？

2005 年 7 月，国内 A 股市场除了大盘股和各行业龙头的二线股走势平稳外，大部分股票跌幅较大。这种调整已超出了理论上 DCF 的估值范畴（即现金流折现法，用资产未来可以产生现金流的折现值来评估资产的价值——编者注），但市场仍没有停止的意思。为什么市场的主流会做出这样一种选择？原因是在一个成熟的市场中，资本对收益率有一定的要求，如果收益率达不到这种要求，资本会选择等待或其他途径。因此，就像网络时代的“注意力经济”或“眼球经济”，一只股票要获得广泛的认同，就要能吸引眼球，并像本文故事中所罗门是智慧之王一样被大家接受，或者说，对于不确定的未来，资本会选择故事，因此每一个成功的股票，其背后一定有一个动听的故事，虽然这些故事并不必然是真的。而没有故事的股票很可能要忍受被资本冷淡的寂寞。就像 2005 年 9 月时的股市，只要是不受经济周期影响的故事，加上行业龙头，市场就会认同，就会给溢价，而只要不是这个故事就要被抛售，无论是周期类股票还是其他不知名的股票。

从公司业绩变化的方式来看股票的故事可分以下几类：快速成长类、稳定成长类、收益类、价值类、周期类、资源及能源类、特殊事件类；从其他角度考虑，股票的故事还包括概念类、国别类等，对于这种故事，投资者一般做分散化或指数化投资，以控制个股基本面的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

JOB 的故事

2006－01－13

资源类股票可能是中国股市继周期类股票、二线蓝筹消费类股票以及中、小规模企业股票估值向国际股市估值接轨后的又一种接轨类型

2006 年一开年，市场就没有回调的意思，而且从市场上涨的股票看，有一个非常明显的特征，那就是资源类股票在领涨。山东黄金从 2005 年 7 月份的 7 元开始启动，涨幅已超过 100%，其他的资源类股票如锌、铅、铝、钨、煤、钾等行业的股票都有超过 30% 以上的涨幅（截至 2007 年 10 月，山东黄金已涨至 183 元，其他的资源类企业涨幅亦很大——编者注）。这类股票上涨其实也很容易理解，一个原因是价格便宜，第二个原因当然是基本面的原因，那就是关于“BRIC”的故事，也就是巴西、俄罗斯、印度、中国这四个国家经济的崛起。既然这四个国家的人口接近全球的一半，而全球在资源开采上有近 20 年没有重大的投资，那么这些资源类股票的价格走强不仅超过人们先前的预期，其持续的时间也完全可能会更长。所以罗杰斯说，商品大牛市现在可能刚处于壮年，但你如果看一看这些金属矿物的价格就会发现，除了锡，其余矿产品的价格几乎全在最高点。

不过，中国却是另外一个景象。2005 年，中国的投资者认为这些股票与钢铁一样是周期类股票，其估值应该与资本密集型加工业相一致，所以这些股票中相当部分的估值是低于 10 倍 PE 的，有些煤炭股的估值甚至低于 5 倍 PE。不过，没有人知道，为什么到了 2006 年投资者忽然发现，这些股票可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能不应该按周期类股票来估值，因为资源毕竟不像资本密集型企业那样，只要有资本就可以复制，而如果按照国际市场的估值方法，资源的重估价值至少是一个很重要的参考指标，即使以 PE 的估值方法看，中国股票在黄金、煤、钾、铅等行业的估值上也明显偏低。另一方面，现在关于 BRIC 的故事似乎也有更多的人相信了，于是对这些资源类股票就出现了两个不同故事的叠加效应，一是资源类股票价值的重估；一是基本面的重估。

没有人知道，这一次资源类股票的上涨是不是一个错误，但有两方面的结论是可以推理出的：一是这些股票的上涨似乎不是没有道理的；二是资源类股票可能是中国股市继周期类股票、二线蓝筹消费类股票以及中、小规模企业股票估值向国际股市估值接轨后的又一种接轨类型。

在《圣经》里的一个故事中，故事的主人公叫 JOB，他是一个很富有的人，信奉上帝。但撒旦却对上帝说，JOB 信奉你是因为你保佑了他，于是上帝就拿走了 JOB 的所有财富，甚至健康，但 JOB 仍然没有改变信仰。JOB 的三个朋友安慰他，说你现在受苦是因为上帝在惩罚你的罪，JOB 却坚持认为自己是无辜的，他们争执不下，向上帝询问却得不到答案。最后上帝终于出现了，他并没有解释为什么 JOB 会受苦，他只是表示，很多事情人类是无法知道的，而 JOB 知道的太少，争论的却太多，不过 JOB 仍是一个有信仰的人，所以上帝又给了 JOB 两倍于先前的财富。

联系 2006 年资源类股票的上涨，从 JOB 的故事中我们可以得到一个启示：价值是永恒的，这是一个绝对的信仰，如果投资者能坚持，很可能会获得双倍的回报，就像在这些资源类股票最便宜的时候买入的投资者那样；但人类对很多东西却是无知的，就像没有人知道 2006 年一到资源类股票会突然上涨，也没有人知道为什么中国的股市会经历上世纪末那个痛苦的大泡沫。所以你在底部买入股票的原因不应该是这只股票马上会涨，因为没有人会知道这一点；你买入的原因应该是你相信这只股票的价格比真实的价值低了很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大话西游：从道琼斯30看中国股市的未来

2006－02－03

如果公司的业绩能够持续增长，较大发展空间或销售收入和较高壁垒或净资产收益率是必不可少的

“我的意中人是个盖世英雄，有一天他会踩着七色的云彩来娶我，我猜中了前头，可是我猜不着这结局……”这是电影《大话西游》中紫霞仙子的一段经典对白，许多喜欢这部电影的Fans对此早已耳熟能详。周星驰以一种调侃的方式来表现爱情和责任的崇高，使这部电影包含了反讽、解构、幽默和煽情等多种元素，不同的观众可以获得不同的感受。也许这些与投资毫不相关，但如果观察国内股市的指标股及美国道琼斯30指数的股票构成，我们会发现将来如果中国经济能够持续增长的话，那么股市的境况与上文这段对白就颇为相似。

道琼斯30只股票一直都处于变化之中，比如上世纪初以铁路公司为主的运输股曾是其重要构成部分，现在则比较均衡，以2006年来看大致可分为四类：一是传统制造业，包括GE（通用电气）、GM（通用汽车）、杜邦、卡特匹勒（美国最大的工程机械制造商）、Alcoa（铝业）、埃克索共6家企业；二是服务业，包括AT&T、花旗、JP摩根、美国快递、沃尔玛、Home Depot等7家；三是消费品，包括Altria（卡夫食品、万宝路）、麦当劳、宝洁、可口可乐、迪斯尼共5家公司；四是科技行业，包括HP、IBM、微软、Intel、波音、3M、强生、默克、辉瑞等12家公司。国内A股市场总市值前30位的企业结构则与之差异较大，传统制造业包括中石化、

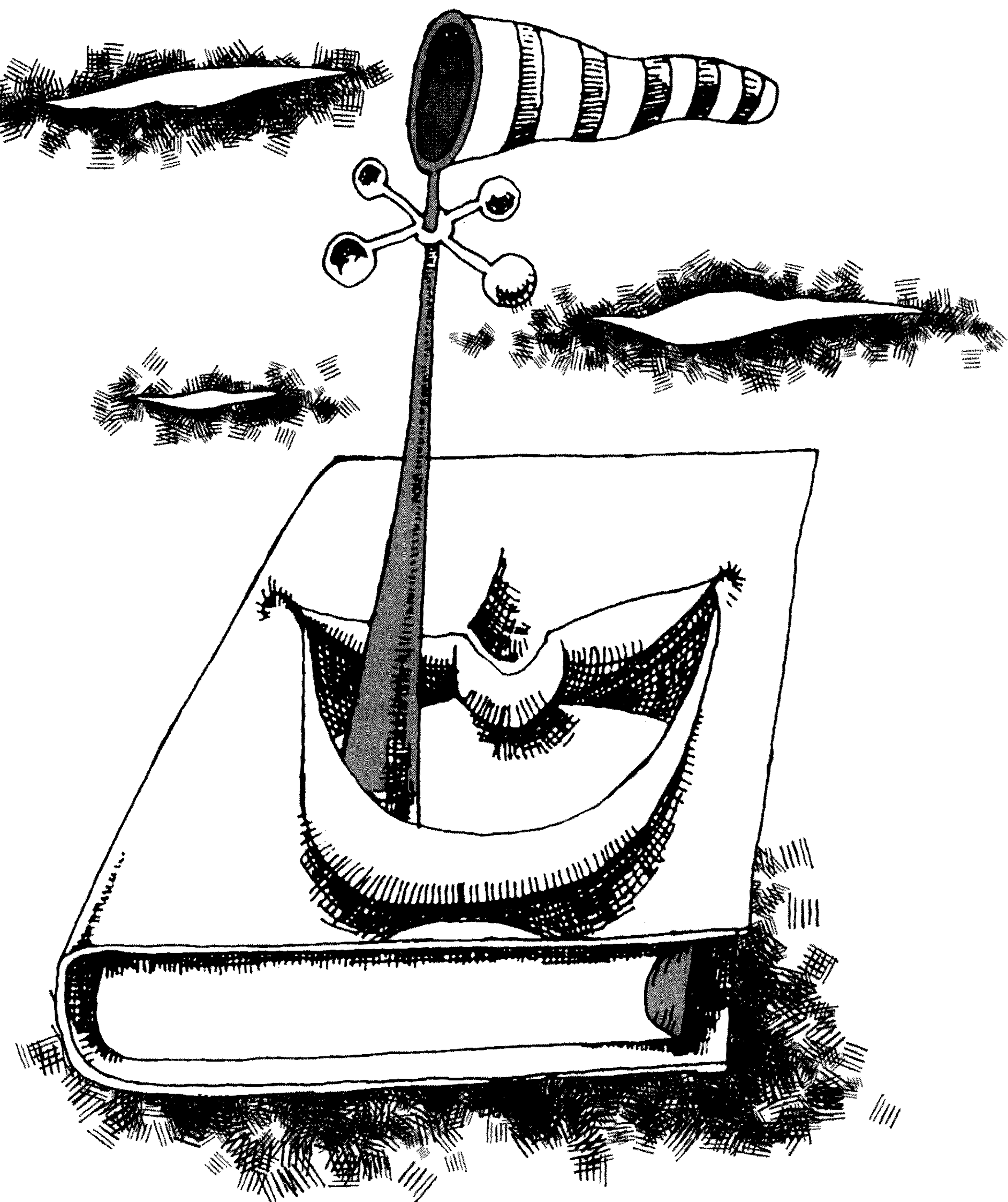
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扬子石化、齐鲁石化（这两家企业和中原油气、石油大明一起，于2006年3月被中石化要约收购——编者注）、华能国际、申能股份、宝钢股份、鞍钢股份、兖州煤业、江西铜业等17家公司；服务业包括中国联通、宁沪高速、上海机场、上港集团、中海发展、招商银行、浦发银行、万科A等10家公司；科技类公司只有中兴通信一家，而消费类也只有贵州茅台和五粮液两家。

从上面公司的对比可以看出，首先，如果不能很好地整合或转型，国内处于传统制造业的这17家上市公司的大部分很可能会在10年后跌出前30名，就像当年美国的帝国钢铁在上世纪初第一次评世界500强时曾位居第8名，但现在却已不见踪影。其次，虽然国内服务类企业所占比重也不小，但10年后传统运输类企业中机场港口跌出前30名的可能性同样非常大。国内目前还没有一家零售企业位居总市值前30名，这种状况也应会发生改变。第三，茅台和五粮液如果继续从事酒业，则不可能长期占据消费品总市值的前两位，国内消费类企业将会出现新面孔，大宗食品或消费服务供应商如网游可能会是大热门。最后，科技类企业凸显出国内大型上市公司与美国大型上市公司间的巨大差距，如果中国经济能够转型成功，那么将来最有发展空间的一定是有技术能力的公司，这包括通讯、制药、航天、信息等行业。

我们可以确定，如果公司的业绩能够持续增长，较大发展空间或销售收入和较高壁垒或净资产收益率是必不可少的，所以道琼斯30指数指标股的这些特征，对我们选择未来有很大的指导意义，只是就像紫霞仙子一样，我们虽然知道这个故事的开端和方向，却都无法猜到哪一些公司会是最终的结局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从网络故事看成长股

2006－02－05

回顾网络股的历史和现在也许可以让我们增加一些思考

网络中流传着一个故事，2005 年 10 月，一名自驾游爱好者发现了一个叫尔玛依娜的四川省理县羌寨女孩，他拍下了她的照片并起名为“天仙妹妹”发到网上，引起众多网友追捧，这些网友给自己起名叫“纳米”，原先给她拍照的人也干脆改行成为其专职经纪人，他的计划是让尔玛依娜尽可能地吸引眼球，成为名人，然后出唱片、做明星，上演一出灰姑娘变公主的故事。尔玛依娜据说是一个没有上过大学的很纯净的女孩，以前可能只是奢望，现在却有一个理想，那就是上大学然后能做个导游，这个理想虽然实际，但与灰姑娘变公主的故事是水火不容的。没有人知道这个故事的结局，但有一点可以肯定，如果没有网络，这个故事根本就不可能发生，网络在深刻地改变着人们的生活。

正如一篇文章中所描述的，也许不会等很久，我们的生活会是这样一幅图画：每天，无论你是打开电脑还是打开手机，首先都会进入一个界面，这个界面可能是微软的操作系统支持的，也可能不是，它包括三个模块，左边是短信之类的即时信息，中间是重要新闻，右边则是各种搜索业务，键入关键词或其他信息，就可以立刻获得你想要的东西，比如下载最新的流行音乐或观看昨晚 NBA 的精彩灌篮。现在我们知道这个界面最有可能由 Google 控制，因为新闻和短信无法形成独家垄断的局面，而搜索则会因为规模形成强大壁垒。事实上现在 Google 在美国的市场占有率已达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

45%，微软只有12%，其余小公司只能靠打折和回扣来留住用户。在中国搜索业务最近的一次市场调查中，Google在13个项目上也有11项位居第一。20世纪90年代最成功的企业是微软，那是PC时代的典范，比尔·盖茨的理想是让每个人都用上个人电脑，他的成长模式是摩尔定律和不断人性化的操作系统，每一台PC机都要使用微软的操作系统，所以微软的市值也以上百倍速度增长。但比尔·盖茨没想到信息化并不就是PC机，网络可能才是信息化的最终结局，操作系统对于网络可能就像PC机对于操作系统，所以谁能掌握网络，谁就可能是下一个最成功的企业，比如Google。

其实，人们对网络企业的了解并不是从Google开始的，亚马逊和Yahoo可能更早。通过网上购书是网络应用的一个天才设想，eBay或盛大都采用这种通过网络来经营传统业务的模式，而门户网站的赢利只能建立在广告上，这使得门户网站成了现代媒体，也同样是一种传统的赢利模式。Google则改变了这种状态，搜索成了进入网络的最好通道，无论是谁只要进入网络，就要像看电影一样交门票。所以微软要建live系统，马云则把雅虎中国变成了Google的翻版，而从市盈率看，Google几乎是亚马逊和yahoo的3倍，微软的5倍。Google还是目前收购其他网络公司最多的企业，也是硅谷招揽人才最疯狂的企业，比如有标志性意义的李开复事件。Google的梦想是网络的联邦世界由Google来搭建，而这将是微软最大的噩梦。

2006年的中国股市充满了乐观，成长股尤其是科技股自然成了最受欢迎的品种之一，所以回顾网络股的历史和现在，也许可以让我们增加一些思考：首先，科技的发展是人们事先很难预料的，就像人们现在无法知道尔玛依娜的故事将如何发展一样；其次，人们错误的认识会受到市场的教训，就像亚马逊或Yahoo的股价从高点下跌时，跌幅高达90%；最后，一个成功的企业一定是建立在一个大家很容易理解的商业模式之上的，而且这种模式还要有盈利作基础，就像Google不仅有搭建一个网络联邦世界的志向，至2006年，其上市以来利润也已增长3倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资源之赌

2006－02－06

没有人知道，这次资源的牛市仍是价格不断下降之中的一次反弹，还是人类的无节制的发展终于到了尽头

经济学教科书中有这样一个公案，1980 年，经济学家朱利安·西蒙——富足学派的主要倡导者向环境悲观论者发出挑战。西蒙相信技术能够找到任何可消耗资源的替代物，他允许悲观论者挑选任何自然资源，并愿与他们打赌，所选的资源价格将会下降而不是上升。波尔·埃利希是一个有名的生物和环境学家，他接受了西蒙的挑战。埃利希在 1968 年就写过一本书《人口爆炸》，他预言到 1985 年将会出现主要原材料的短缺。埃利希在 5 种金属——铬、铜、镍、锡、钨上下了 1000 美元的赌注，他认定在排除通货膨胀的影响后，这些金属的价格会在 1990 年时上升。不过西蒙最后获得了胜利，在调整了通货膨胀的影响之后，10 年里所有 5 种金属的价格都下降了许多，事实上从上个世纪一百年的历史看，大多数的资源价格都在下降而不是上升，尤其是相对于劳动者的报酬，其下降幅度近 10 倍。

不过到了这个世纪，事情似乎发生了变化，如果西蒙和埃利希的打赌时间是 25 年，也许赢的一方会是埃利希。由于中国和印度这两个人口大国的现代化，资源再一次向环境悲观论者倾斜，尤其是印度，随着其国家主干网“黄金四边形”高速公路和机场的大规模建设，未来对资源需求的增速上升可能会更快。现在还没有人能明确地用定量分析的方法预测出让人信服的未来情况，作为投资者就更是感到无所适从了。2006 年 2 月初，《华尔街日报》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公布了对5名美国优秀基金经理的调查，2006年能源、大宗商品和科技类股票是基金经理们比较认可的热门股，看好前两种类型股票的原因是显而易见的，至于科技股，则是由于基金经理们普遍预期2006年美国的消费会下降，而企业的投资尤其是对技术的投资会上升，所以有利于科技企业的成长。国内股市在2006年的全球联动达到了前所未有的程度，元旦一过，一出动人心魄的资源股行情就横空出现。所以当2006年2月初全球资源价格出现大幅回调时，全球的股市都在感冒，尤其是资源类的股票。

但故事远没有结束，黄金需求的增加可能是由于对美元资产的担心；能源、铜等商品需求的看涨主要是由于“BRIC”（巴西、俄罗斯、印度、中国）的故事；糖和玉米的价格飙升更可能是由于能源价格的上涨；而这两年都很低迷的电解铝突然走好，则可能是因为电解铝可以替代铜。这轮资源轮动的大戏已经演了快3年而且很精彩，虽然很多人挣了很多钱，但也有不少悲剧，比如中航油的陈久霖、国储局的刘其兵。罗杰斯说商品牛市已到了壮年，2006年上涨弹性最大的商品是农产品，这话让人感到有好戏快要结束的弦外之音，但问题是仍然没有人知道这次资源的牛市仍是价格不断下降之中的一次反弹，还是人类的无节制的发展终于到了尽头，这就像西蒙和埃利希的打赌，每个人都认为自己是对的，而实际情况是每个人都有对的时候，关键是要看双方愿意用多长的时间来打这个赌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说说热门股

2006－03－19

成长型、价值型、周期型和事件型回升股票中，后三种是热门股的主要候选者

小魔法师哈利·波特虽然只是一部奇幻小说的主人公，但其影响力却已达到进入2005年世界十大名人之列的程度，所以当传闻哈利·波特将在这部风靡全球的系列小说第七部，也就是完结篇中死去的时候，全世界的“哈粉”都屏住呼吸，等待最终的结局。作者罗琳也在她的个人网站发表声明，称自己在2006年1月开始第七部《哈利·波特》的写作，她说自己既兴奋，又害怕，因为一切都要结束了，她不得不与哈利·波特说再见，他将不再是她生活的一部分。

虽然现在大家对《哈利·波特》还是津津乐道，但谁也不知道，当小说的第七部完成之后，人们会以多快的速度喜欢上另一部小说，而如果作者没有新的小说出现，也许将面临被遗忘的命运。所以为了获得读者的喜爱，美国有些作家甚至会隐瞒或改变自己的性别和简历来延续小说的畅销，比如写《哈利·波特》就以罗琳这样的居家妇女形象出现，而要写一本吸引男性读者的书时，就可能换名把自己包装成国内曾流行的美女作家。

从上文可以看出，观众的喜爱是一部作品畅销的直接原因，这就像一只热门股受到追捧也是大众投资者热情的直接表现一样。比如2005年6、7月份的时候，银行股、地产股还是大众投资尽量回避的股票，舆论上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谢国忠等国外大行的分析师也在不停地唱空房地产，银行在此背景下当然也不会有什么好结果。但事实上，仅仅半年的时间，这两种股票已经上涨近一倍，投资者却仍然认为这些股票代表着中国经济的增长并受惠于升值的大趋势。也许就像当年股票中的“五朵金花”一样，投资者会在某一天突然对这些股票失去兴趣，那时投资者会总结出各种理由来避免持有这种股票。所以我们可以得出这样一些结论：热门股总是由于投资者的喜爱而流行；投资者的热情一定会经常地改变；当投资者有了新欢时，热门股就会出现调整，比如 2005 年年初的资源类股票到 3 月就不是那么流行了。

一般基金经理会把股票分成四种类型：成长型、价值型、周期型和事件型。成长型主要指苏宁这样持续成长的股票，这类股票可以长期持有，其长期涨幅也非常大；价值型主要指像 2004 年 6、7 月时的房地产股那样，市净率不到 1 倍、市盈率 10 倍以下的股票；周期型主要指汽车、中集这样每股销售额大于 10 元的股票，这种股票的每股收益对公司主营产品的价格非常敏感，其实像钢铁这样每股销售额在 5 元左右的股票，波动性要小很多，所以收益也会小很多；最后一种是像 2004 年伊利或 2005 年中石化私有化这样的类型的股票，由于突然事件的变化而产生重大的投资机会。

这四种股票中，后三种就是热门股的主要候选者，它们的特点是：首先，基本面的变化幅度比较大，从而带来股价的短期较大波动；其次是这些股票基本面变化比较迅速，投资者难以把握；最后一点，这类股票更适合短期持有而不是长期投资，所以彼得·林奇在他的畅销书中说他从不买热门股，也就是说，当这些股票还没有热的时候可能是很好的投资品种，但如果已经变成热门股则需要警惕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于投资与研究的疑问

2006－06－20

股票投资永远都是不可能回避风险的，而控制这类风险最有效、成本最低的方法可能是组合投资，而不是实地调研

证券市场是不同于 VC 投资（即风险投资）的，上市公司有信息披露的义务，而流动性使投资者在发现错误时，可以随时改正错误。进一步分析我们可以得出以下两个结论：

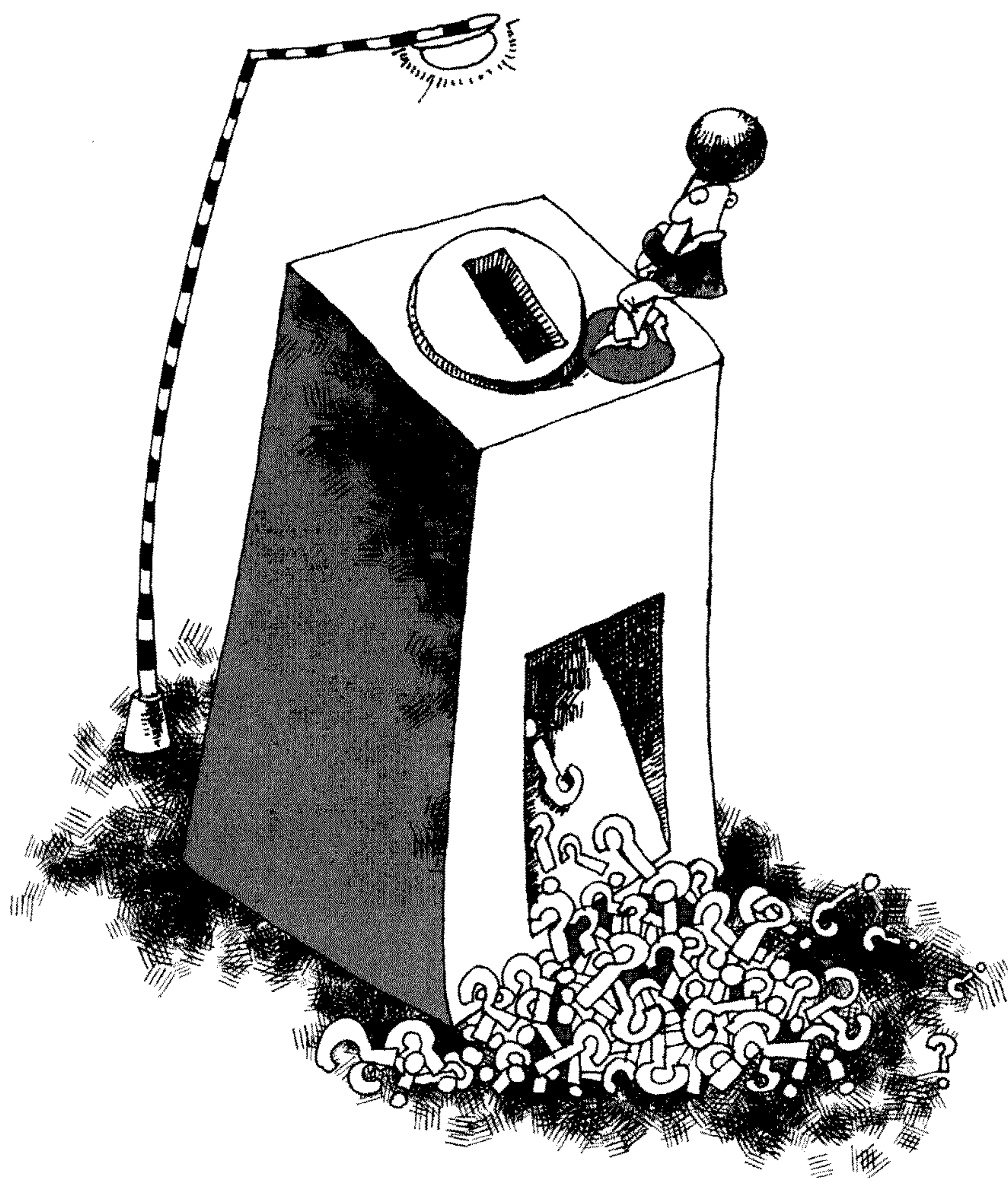
第一，投资的风险可以比较低，只要投资者不去冒险投一个没有过往业绩的公司。比如国外在沃尔玛已上涨了十多倍的情况下投资，收益率仍可以达到几十倍；中国股市时间不长，除了一些大型国企外，上市公司过往的业绩也不长，但如果在茅台上涨 2 倍时投资，2006 年时的收益率也有 4 倍，如果中国经济能以目前的速度增长，类似的投资故事一定还会出现很多，这可能是看好中国股市最可靠的原因，而不是升值。由于信息披露的完善和在竞争市场中成功胜出的历史，这些公司在财务真实性和未来的可预见性上虽不能保证没有风险，但风险总的来说是可以接受的，因此，对于这些有过往业绩的龙头企业，去实地调研就不是最关键的了。

第二，类似于资产注入或重组的投资，信息优势确实是投资成功与否的关键，而且这类投资短期内也很有可能获得很高收益。不过这类投资有两大风险：一是重组的成功概率远小于龙头企业经营成功的概率，二是除非有内幕消息，否则几乎没有可复制的办法来把握这种机会。国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外的重组基金是在重组消息公布后才投资的，而且平均收益率水平低于指数。

所以，以投资的方法去投资，研究什么样的行业有发展前途；什么样的赢利模式可以形成壁垒；什么样的企业可以在行业内成功胜出才是最重要的。这三个方面的内容加上企业过往的成功历史，只有证券市场才可以提供。通过这样研究寻找到的符合条件的上市公司往往会给投资者带来可观的赢利机会。当然股票投资永远都是不可能回避风险的，如果可以回避就不是风险了，而控制这类风险最有效、成本最低的方法可能是组合投资，而不是实地调研。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老虎机和轮盘

2006－08－07

理性的角度分析，会有越来越多的资金面临两个选择，要么降低预期收益率，要么离开股市

A 股与同类 H 股相比，大致有三种比价类型，第一种是大盘股，国内大盘股如中银、长电等，其估值比 H 股要稍便宜一些，但属于正常波动范围；第二种是以基金为主体的长线投资者持有的股票，这类股票的总市值适中，以消费类及自主创新类企业为主，其估值比 H 股同类公司稍贵一些，但也属正常波动范围；最后一种是各种中、小市值股票，这类股票要么是基于对未来业绩增长的预期，要么是基于对所谓重组的预期，其估值明显偏贵，市盈率超过 100 倍的不在少数。这种估值结构如果从价值投资的角度分析，很可能是市场错误的一种具体表现，可为什么会出现这种现象呢？

2006 年 7 月，一个代销机构举行基金促销活动，作为基金公司的代表我自然要回答参加活动者的提问。没料第一个问题就是“贵公司旗下基金上半年收益很高，几乎翻番，请问如果现在投资要多久才能再翻一番？”答案看来是难以让提问者满意的，因为从统计数据看，一个股市长期年收益率能超过 10%，那就是非常不错的收益了，比如国内市场的总体收益到现在可能还是负的；而如果投资管理的水平较高，收益能长期超越大盘 10%，也就是长期年均收益能达 20%，那几乎可以算是大师级水平了，当然管理资金的规模应以数十亿甚至数百亿计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这让我想起教科书中关于博弈的一个例子，如果你只有1万元钱，但明天你急需2万元，假设你借钱无门，选择了去赌场碰运气，这时你可以有两种选择：一种是老虎机，赌注是1千元，赢了挣1千元，其概率是40%，输了损失1千元，其概率是60%；另一种是轮盘赌，赌注是1万元，输赢损失或收益变成1万元，输赢概率则同上。为了能在明天能凑齐2万元，你会选择那一种呢？答案是后者，因为老虎机一次只能赢1千元，如果要赢1万元，你必须赌10次，实现目标的概率是40%的10次方，小得忽略不计；而轮盘赌只需一次，因此实现目标的概率是40%。

现在看来，2006年5月之后入市的投资者可能主要是被市场超过50%的赚钱效应吸引的，其期望收益率也非常高，所以虽然获益的概率较高，但低收益率的预期仍使大盘股乏人问津。因为根据上文分析，投资这类股票实现高回报的概率是非常小的；而机构重仓的股票因累计收益率太高且难买到，新入资金也不愿介入；所以第三类股票就成了追求高收益资金的主要选择。也许这些资金也知道从整体上看最终必然会亏损，但在此之前实现高收益并逃离的概率却比投资大盘股获得高收益的概率要大许多。

不过随着这类股票价格的提升，后入市者实现高收益的概率在不断下降，所以从理性的角度分析，会有越来越多的资金面临两个选择，要么降低预期收益率，要么离开股市。无论哪种选择，看来市场的错误都是有可能被纠正的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大众评选与选股

2006－09－25

牛股往往具备一些类似选秀节目的特征

2006 年超女总决赛虽然评选的过程不尽如人意，但这个节目之所以受大家关注，一个重要的原因在于大众的评选确实决定着比赛的结局。大众评选是一个集体决策过程，参加评选的人不仅要考虑个人的好恶，其他人的集体意识也是影响个人判断的重要因素。因为如果你选择了一个大多数人都不看好的选手，也就意味着你将同这个选手一起被淘汰。所以大众在评选时总是自觉不自觉地参照别人的看法，这种行为的结果是大众会选择较有特点的选手，哪怕这个特点不一定是一般意义上的优点，而一些看似完美的选手由于特点不明确，反而会被大众忽略。因此我们看超女比赛时会发现：随着被淘汰人数的增加，留下的选手特征越来越明显。比如 2006 超女比赛进入五强的选手，每一个选手都代表着一种类型，相同类型的选手一定不会留下两个。其次，大众民意在这些特征中通过个人选择、相互影响，最后走向集聚，选手人气的变化就是这个过程的体现。2006 超女比赛中的尚文婕就是一个很好的例子，她从一个屡败屡战，需要赶三个分赛场才能晋级的选手，经过几轮 PK 后终于被大众认识，十强赛初显峥嵘，八进六一举奠定民意的领先地位，大众集体的喜好也初步形成了一个主流，不同于 2005 年中性美的主流，这个主流是一个关于神话的故事：不算美但很知性的“业余歌手”，经历被刷——再来——再被刷——还来——进步——最终胜利的过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每年市场总会出现一些牛股，虽然基本面是这些牛股形成的基础，但一方面由于各种研究的深入，基本面的变化很大程度上已被投资者消化，另一方面由于股票的估值主要取决于人们对未来的看法，所以大众的集体看法对牛股的形成也起着决定作用。

从这个逻辑出发，我们发现牛股往往具备一些类似选秀节目的特征：首先要有清晰的概念，这种概念并不是强加在一只股票上的纯粹概念，而是基于投资者对公司主营业务的认识，这包括主营业务将来的发展前景，该公司的领先地位和竞争优势，还包括该公司在这个主营业务上已经取得的经营业绩以及即将发生的业绩大幅上升的预期。其次，这种股票要具有唯一性，像 3 年前长江电力之所以成为牛股，与它是唯一的水电企业是密不可分的。最后，牛股的形成也必须经历被大众接受的过程，大众的接受不仅需要上述两个因素，还需要股价的上涨和故事的传播对其他投资者的影响，而上涨的股价往往会让人更容易相信关于某只股票未来的故事，虽然这也会包含巨大的风险，比如 2005 年的中集集团。不过并不是上涨的股票都能成为牛股，如果基本面的基础不够，大众的集体意识也会发生转变，市场中的一些概念股往往是这种类型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主流资金在改变投资策略

2006－09－18

当一种投资策略较少被采用时，就是有可能获得超预期收益的时候

从博弈学上说，两个人的 PK 是一种典型的博弈模型，就像是两辆车在一条车道上相对驶来，如果两辆车都不退让则都会被撞毁；如果有一辆车退让，则不退让的车会安全驶过，而退让的车会翻倒路边。从策略上看，谁如果能让对方首先确信，自己将不会退让，那么对方的最优选择就只能是退让。因为如果不退让，车就会被撞毁；而如果退让则只是翻车。所以，当我们看到两个超女在 PK 时，如果有一个意志不够坚强，就会很容易在心理上退让，说出类似自己已经很累或已经满足的话，而另一个超女表现出一定进入下一轮的信心，那么结果对前者会很不利。当然，如果双方都不退让，那么只能看临场发挥了。

每年、每半年甚至每季，投资机构都会发布各自的投资策略报告。投资策略有效的必要条件之一，是市场上大部分投资者没有采用这种策略；否则这种策略是很难有效的。换句话说，投资策略的矛盾在于，如果大家都采用同种策略，则很可能只能获取市场平均收益；如果大多数人并没有采用，那么反倒存在获取超额收益的可能性。比如投资者如果遵守成长股投资策略，选择基本面变化不大、业绩持续增长的行业龙头企业，如银行、零售、食品、饮料等行业龙头企业，从过去的数据看其收益率要远远高于市场平均水平；如果投资者通过打听消息或短线炒作，我们知道，无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论如何这些投资者的平均收益都不会超过市场平均水平。所以尽管股市非常不错，但其实收益率超过 50% 的投资者肯定不是多数，这表明无论现在有多少投资者声称自己是价值投资者，但在实际操作中，遵守这种策略的人肯定是少数。

前期，由于成长速度较快的中小规模股票的巨大赚钱效应，市场资金普遍抱有高回报预期，而好股票已经上涨到位，所以题材股成了这些资金的主要目标，大盘股因为预期收益率低，反而出现下跌。但如果题材股没有业绩支撑，终究只是一场游戏，资金的平均收益也仍是零。而低速成长大盘股虽然成长的速度不快，每年的预期收益率也只有 10% 至 20%，但如果估值上出现优势，其收益率就会大大提高。所以当市场发现高回报已不可能，从而接受较低收益预期后，低速成长的大盘股反而成了最有吸引力的股票。这同时也表明，当一种投资策略较少被采用时，就是有可能获得超预期收益的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

漂亮 50

2006-11-13

A 股的大市值龙头企业成了最好的投资对象

“当你弄出很大声音的时候，人们会听你说话，而当你在桌子上扔出上亿现金的时候，人们绝不敢忽视你。”说这话的人叫科克·瑞安，大家也许并不熟悉，不过要提起2006年通用汽车与雷诺-日产未能实现的结盟，可能会有更多人略知一二，而8年前戴姆勒-奔驰兼并克莱斯勒的事实，相信知道的人就更多了。

早在1990年，因看好被誉为美国民族英雄的克莱斯勒CEO艾柯卡，科克·瑞安成了该公司的第一大股东。但艾柯卡却在两年后被赶出董事会，公司股价随之下滑。于是科克·瑞安开始行动，他策划完全收购克莱斯勒。这让克莱斯勒的董事会及赶走艾柯卡并继任CEO的伊顿非常烦恼，他急切地寻找破解恶意收购的“白马骑士”。不过这并不是科克·瑞安的重点，挽救他的投资才是重点，他早已料到对方的破解之策。果然，“白马骑士”戴姆勒-奔驰出现了，两个公司在业务上没有重合，而且看起来合并后将会更加强大。于是克莱斯勒的股价开始上涨，科克·瑞安也顺利地卖出了手中一半的股票。后来的实践表明，这两个公司的合并其实近乎一场噩梦，但科克·瑞安的设想却成为了现实，他的投资获得了很大的收益。

2006年科克·瑞安又有了一个惊人的设想，在2005年GM（通用汽车）股价不断下跌时，他动用了个人资产的20%，买入了通用汽车9.9%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股份，他计划说服通用汽车董事会让雷诺－日产的CEO戈恩，一个从米其林到日产再到雷诺的商业巨星，成为通用－雷诺－日产联盟的总盟主，不过这次他的计划没有成功。只是他的投资受益于美股的复苏，并没有受到损失。

2006年的宏观调控让地产股受到很大压力，但其实中国人财富的增长和对住房的需求才是决定地产股走向的根本原因。所以，首先应该在那个时候投资地产股；其次随着土地的不断开发，土地的取得将更加困难，所以土地储备多、商业出租型地产及估值更便宜的股票应是选择的重点。这种分析的逻辑是非常清晰的，但如果以此为依据投资，可能收益并不算好，因为2006年下半年升势最好的三只地产股华侨城、万科A和招商局上涨近70%，而其他重点公司的平均涨幅却只有20%。

纵观2006年，中国正经历一个大牛市，15万亿元的居民储蓄寻求更好的收益，而股市则是一个很好的投资场所。这些新增资金并不是想自己短炒的老资金，他们更倾向于投资。在香港因人民币升值而炒作招商银行的背景下，A股的大市值龙头企业成了最好的投资对象，所以钢铁一定是宝钢，银行一定是招行，地产一定是万科，食品一定是茅台。"漂亮50"才是下半年的投资之纲，其余都是目。（这个策略在2007年也同样有效——编者注）

每个投资者都有自己的分析，也有权表达自己的预期。但投资之后，投资者就像等待高考分数的中学生，如果你答对了，就会金榜题名，否则就是名落孙山。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远见还是随机

2007－04－16

如果抵御短期收益的诱惑，只投资研究清楚的公司，好处是可以不必在意大盘是否太高，调整是否会出现；如果选择随波逐利，优点是可以迅速获利，但市场任何方向性的变化都让人忧心忡忡

2007年以来，国内股市仍然一路上涨，但2006年表现出众的股票却收益一般，比如食品、房地产股票的整体收益就非常低。与酒类股票因估值较高而受到上涨压力不同，房地产的股票更多地受到政策调控的压力。政策实际上为房地产企业指明了两个发展方向：低毛利的开发型地产公司和持有型商业地产的公司。如果房地产企业在3年前就给自己明确这两个发展方向，那么这种税收政策变化就几乎没有什么影响。但问题是要抵御卖高价的诱惑，专注于速度其实并不容易，而想要拥有大量高档写字楼就更不是一般公司所能做到的了。

商业世界充满类似的选择，比如以价格取胜还是以品牌竞争；以销售为核心还是以技术为先导。两种策略很难说哪一种更正确，不同的企业在不同市场和阶段，会有不同的选择。一般小企业很难选择更有远见的策略，采取选择随机策略赚第一桶金是其最迫切的需求；但要想成为行业的领先者，却一定是深谋远虑的战略执行者。如果一个市场处于快速发展阶段，随机的策略更容易获利，而有远见的战略却因为牺牲了眼前的利益，并不是最优选择；但如果像前两年中国的手机市场那样，市场出现转折

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，以模仿为策略就遭受重大挫折，而有远见的策略才会使一些优秀公司脱颖而出占领竞争的制高点。

股市的投资者也时刻面临着这样的选择。尤其是2007年的股市，充满各种信息，每个人都似乎具有点石成金的能力，任何风吹草动都可能让股价一飞冲天。但投资的历史告诉我们，没有价值基础的股价上升几乎都是起于尘土，复归尘土。只是从2007年的市场表现看，基于价值的投资虽然仍有不错的收益，却并不是获取收益的最优策略。所以投资者都面临一个选择：如果抵御短期收益的诱惑，只投资研究清楚的公司，好处是可以不必在意大盘是否太高，调整是否会出现；如果选择随波逐利，优点是可以迅速获利，但市场任何方向性的变化都让人忧心忡忡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由“87版”《红楼梦》说开去：假如为20年后选一只股

2007-05-28

选来选去，大众的审美标准集中为三条

“寒塘渡鹤影，冷月葬花魂”，这是《红楼梦》第七十六回里“中秋夜大观园即景联句”中史湘云和林黛玉的联诗的最后两句。当时湘云出一句“寒塘渡鹤影”，黛玉又叫好，又跺脚，几乎为之“搁笔”，幸好想出这一句来，才将对方压倒。正在这个时候妙玉来了，说这太过悲凉，不要再联了，遂结束。大红学家周汝昌，认为这两句诗不是普通的好诗，而是预示着史湘云、林黛玉的结局。虽然高鹗续的《红楼梦》中，黛玉在宝、钗新婚之夜吐血而亡非常具悲剧性，而且被大多数中国人接受，但在曹雪芹的构思中，林黛玉应该是在一年后的中秋月圆之夜投湖身亡的。到底这个结局是否真是曹雪芹的本意，这是一个仍未有答案的历史之谜。

1987年版《红楼梦》的主角陈晓旭2007年5月去世，一度成了全国各大媒体的头条，红颜早逝、巨额的捐款以及人们对上世纪80年代那个还算比较纯真年代的回忆，让许多人生出不同的感慨。《红楼梦》是中国人生活的一本百科全书，因作者早逝所以没有结尾，但无论小说中有多么繁华的开始，每个读者都能从字里行间看到明显的悲剧结局。

一次同事们一起聊一个不太合时宜的话题，如果给自己的后代留一只股票会选什么股票？虽然现在市场热火朝天，但想想是给20年后的子女留一只股票，还真不容易。首先，不会选重组或资产注入的企业。这事风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

太大，成功的概率较低，如果买了一只重组未成功的概念股，就血本无归了。其次，科技股尤其是投入很大的科技股要慎重，比如像京东方这样的公司，科技企业的核心能力是技术，而技术开发的周期一般是5年，也就是说科技类公司每5年就会经受一次新技术的挑战，如果公司转型成功则能更上一层楼，如果应对有误，好一点被收购，运气不好就难说了，像康柏电脑这种昔日的明星，现在早已不见踪影。再次，垄断企业也不是最佳选择，一是市值较大，上升空间有限，二是没有经过竞争考验，现在利润率越高，将来受到的压力就越大。最后，产能扩张型周期类股票也得回避，因为产能扩张型的企业一旦遇到宏观经济不好，过剩的产能无法退出，企业利润总会变坏。

所以选来选去，大家的“审美标准”集中为以下几条：第一，最好是消费和服务业，特别是金融服务业，能源或资源也行，属完全竞争行业；第二，市值规模最好不要太大，但品牌经营的时间要长一些；第三，行业的领袖企业，有诚信经营的良好记录。

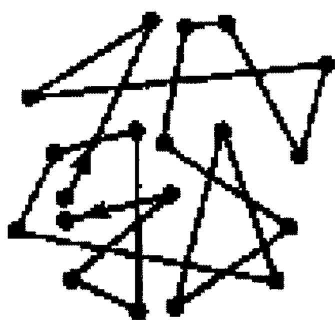
虽然比较困难，但按上述标准排除了目前大部分的热门股后，还是可以选出股票的。不过可能没有人当真，因为这样做下来投资利润是倒数的。其实国内股市总市值加上海外上市公司的市值已与中国GDP相当（美国是120%），也就是说，就算国内可以注入上市公司的资产全部注入，可以改善经营的企业都改善，从全市场投资估值角度看也差不多了。但国内股市与GDP的比例只是一个经验数据，虽然以前在其他国家没有被显著突破过，中国会不会突破呢？不能确定。倒是所有投资者都能看到股市的繁华，各种股票就像各类选秀节目一样灿烂，既然投资赢利如此简单，如1987年版《红楼梦》一样经典的股票和选股方法更多的是一种回忆了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的布朗运动

2007 - 06 - 08

高估值自然面临估值下调的风险，但正是因为承担了这种风险，投资者才有机会分享企业成长的收益



布朗运动示意图

每条折线是一个粒子在每隔一定时间所在位置的连线

1827 年英国植物学家布朗（1773 ~ 1858 年）用显微镜观察悬浮在水中的花粉时发现，小颗粒的花粉在水中呈现出“之”字型的不规则运动。我们现在知道这种运动叫作“布朗运动”。那么，布朗运动到底是怎么产生的呢？这些粒子是自发的运动还是受到周围分子不平衡的碰撞而导致的运动？答案是后者，但理论上的解释却并不容易。1905 年，大科学家爱因斯坦写了一篇被广泛引用的论文，才从理论上解释了布朗运动，他的研究也成为分子运动论和统计力学发展的基础，那一年爱因斯坦还写了另外两篇更著名的论文，一篇是《狭义相对论》，一篇是《光电效应》（提出了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量子概念）。有趣的是爱因斯坦提出了这个理论，都并不清楚这个理论一定与布朗运动有关，法国人佩兰为此做了几年的实验，终于证明爱因斯坦的公式是对的，他因此获得了1926年的诺贝尔物理学奖。

在爱因斯坦的论文发表之前，还有一个人也从理论上对随机运动进行了研究，1900年，法国数学家巴契里耶完成了自己的博士论文“投机理论”，这篇论文是历史上第一次有人尝试使用严谨的数学工具研究并解释股市的运动，巴契里耶所推导的公式也领先于爱因斯坦的研究，他认为市场价格同时反映过去、现在和将来，但这些事件与价格变动却没有明显的关系。股价就像液体中的花粉，受到周围投资者买卖的碰撞而呈现出波动，波动的范围与时间的平方根成正比。巴契里耶原创性的研究可以说是财务学的鼻祖，尽管他生前并没有太大名气，这篇论文原稿还遗失了，直到20世纪50年代才被另一个统计学家意外地发现。

严格以数学公式来比照股市可能并不可取，但学术的研究对更好地认识股市却是非常有帮助的。面对国内如火如荼的股市，投资者首先必须接受的一点是：股市如果出现调整，依靠预测是无法回避的。行为金融学上把引发股市调整的事件称做“最后一根稻草”，什么事件都有可能引发转折，只有在事后人们才能确定，比如印花税的调整。面对这种风险，仓位的控制和战略上的配置才是可行的解决之道，比如基于价值的投资就是比较有效的战略。

第二个结论是关于估值。布朗运动的规律是粒子的运动与温度成比例。对于股市而言，估值与市场的温度也直接相关。当市场比较热时，估值一定会处于较高水平，也就是说国内的投资者在这段时间内将不得不面对一个估值较高的市场，如果希望等待市场估值下降之后再去投资，很可能会失去机会，任何股票只要是估值不高就有机会，这与市场低迷时完全不一样，就算是垃圾股也很可能会处于高位震荡中。高估值自然面临估值下调的风险，但正是因为承担了这种风险，投资者才有机会获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得分享企业成长的收益。当然较高估值并不是无原则的投机，也不是无限度的泡沫。

第三个结论是关于市值。粒子的质量与其运动的幅度也是成比例的，所以投资者在这轮牛市中投资，小市值的股票很可能会获得更高的收益。从基本面的角度分析也能得出类似的结论，毕竟企业在基数较低时的扩张会更容易。所以除了2006年下半年，大部分时间里大市值股票是跑输大盘的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市想象力

2007－07－30

每一项成功的投资都起源于一个崭新的创意，只有拥有出色的想象力，才可能把握巨大的投资机会

暑期是美国大片的黄金档期。2007年暑期里，《变形金刚》无疑是最好的代表。擎天柱大战威震天不仅吸引全球少年儿童的视线，也让许多成年人陶醉其中。其实这部电影从情节上看很平淡，无外乎是正义战胜邪恶，加上一点幽默和感情，但看过电影的人却不会感到平淡，因为大家看的是变形金刚，是一个25年前的创意在大屏幕上的完美展现。机器人原来还是可以变形的，而且来自外星球。人类的想象力永远都可以让平淡变成精彩。

统计一下从2005年7月1日到2007年7月底的股票涨幅排行榜。共有68只股票的涨幅超过10倍，有4只股票的涨幅更是超过20倍。如果分析涨幅前10名股票，你会发现全部来自四个行业：券商、造船、地产和有色资源。而如果进一步分析这些股票，剔除那些重组、股权升值及估值不合理的股票，我们会发现，这两年牛市中，最大的受益者中，有色资源股数量最多；其次是房地产；包括造船和工程机械等专用机械在内的机械股也收益很大；券商数量虽不多，但涨幅却是最大。如果时间可以倒流，两年前，你只选择这四个行业，并在这四个行业中投资最有代表性的企业，毫无疑问你的收益率一定在10倍到25倍之间。可是没有时间机器，我们也无法回到过去，那么好的投资能否把握呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答案是不确定的，除非两年前你有超过常人的想象力。首先是有色资源，投资者要能像罗杰斯那样，坚定预期由于中国和印度的经济起飞，全球资源供给将短缺，价格将维持 10 年的上升周期。投资者不仅要在 2006 年年初买入，还要在 2006 年下半年有色资源价格调整时坚守住。

房地产则要求投资者相信，现阶段房价的上涨是任何一个国家在经济起飞时无法避免的，政府的政策也不会改变这个规律。房地产开发类企业，将会面临像资源类企业一样的环境，房价不断上涨，利润总是好于预期，开发速度越快，获利越大，股票弹性也越大。也许房地产会成为一个泡泡，会有下跌的那一天，但现在离那时还有不小的距离。

2007 年下半年才是投资券商的好时机。如果投资券商仅仅是因为人民币升值，不能说是有想象力的，最多算是观念的启蒙。投资券商的主要原因有三点：一是国内券商在经纪业务上的垄断经营，这使得券商可能获得全部的佣金；其次是国内股市流通市值飞速增长，短短两年，流通市值从不到 1 万亿增长到 5 万多亿，这使交易佣金的增长速度超过想象；而两年前券商的低赢利水平和大量个人投资者的加入，使市场换手率从 300% 增加 1000%，则更大地增加了券商赢利上升的弹性。

机械则是自主创新最完美的表现。国内电子类股票几乎没有牛股，因为电子类企业的优势主要在两个方面，一是标准，二是速度。像摩托罗拉这样的企业尚且被拖垮，国内电子类企业更是难有作为。但专用机械就不同了，其技术相对成熟，更新不快，没有标准限制，只要能生产出质量更好或成本更低的产品，就可能取代老牌产品。而在专用机械中，造船的每股销售额最大，所以弹性最大，以前赢利基数又很低，也增加了利润增长的弹性。中国造船业恰恰在 2007 年取代日、韩成为全球第一，所以两只造船企业都能进入涨幅排行榜前 10 名，就毫不奇怪了。(2007 年 10 月 11 日，中国船舶成为中国股市上第一只股价到达 300 元的股票，2007 年以来涨幅近 10 倍；广船国际 2007 年以来的涨幅亦达 4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍——编者注)

和任何行业一样，每一项成功的投资都起源于一个崭新的创意，只有拥有出色的想象力，才可能把握巨大的投资机会，过去两年的表现似乎也与此吻合。因此，每个投资者都可以发挥自己的想象力，更精确地预见中国的未来，并从中寻找最好的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

基金公司是如何运行的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金管理人的工作

2007－11－13

作为专业投资者的基金管理人，其实并不能给投资者创造价值，也无法回避股市下跌的系统风险。基金管理人只是更懂得投资的收益只是来自企业本身这个道理，他们的工作就是通过训练、纪律和合作，来更好地把握这种收益

一次作报告，遇到一位叫随心的美女主播，她自称是“月光”一族，因为每月花光，所以从不炒股。虽然我在作报告时总会建议，投资应是生活的一部分，它会额外增加人们的财富，但如果你遇到一个似乎对未来完全没有忧虑的人，一个看起来满脸都是快乐的人，你是无法开口去宣讲复利的威力的。她曾是一个主播，所以有很好听的声音，好听的声音让你只想静静地听她讲话，而她正好也是一个喜欢讲话的人，她在车里给我们讲了一个动听的故事。

从前有一个香火很旺的寺庙，寺里住着一只蜘蛛，每日她在结网之余，看到来来往往的香客，这些人总是心中戚戚，要么求佛祖保佑将来能如所愿，要么求佛祖保佑，能追回已逝去的健康、财富或是爱情。由于长年受香火熏陶，这只蜘蛛已成了不凡之身。就这样过了五百年，一天佛云游来到这座寺庙，临走时他看到屋椽的这只蜘蛛，便问道：蛛儿，你说，这些熙熙攘攘的人来到这里皆是为何？蛛儿想了片刻，回答说：为了求两件事，一件是没有得到的；一件是已经失去的。佛听后无语，径自离去。又过了五百年，一天阳光明媚，蛛儿正在晒太阳，突然一滴美丽的露珠滚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

落在蛛儿身旁的蛛网上，这滴露在阳光下泛出七彩光芒，晶莹剔透。蛛儿被深深地吸引，她想要是能一辈子与这滴华丽的露在一起，那会是多么的幸福。她小心地守候，担心这滴露会在什么时候溜走。忽然一阵风起，这滴露果然随风而逝。怎能这样，蛛儿伤心欲绝，她无法相信露会离她而去。从此她的生活变得非常暗淡，华丽的露总在她的眼前闪现，她认定露就是她的幸福所在。又过了五百年，佛再次来到这座寺庙，他看见这只可怜的蜘蛛形神憔悴，就问：蛛儿，你说这个世界上什么是幸福呢？蛛儿想到心中的露，就说，幸福就是那些已经逝去的和永远无法得到的。看来这是你的心声，这样吧，我让你在人世间走一遍，让你经历这段尘缘。

就这样，蛛儿投胎为一个京城大官的女儿，她平静地成长了十六年，出落成一个亭亭玉立的大小姐，但她心中时刻惦记着华丽的露。就在这时，皇城突然发布消息，大王子露要选皇后。蛛儿看了告示，立刻感到，这个大王子露就是她日思夜想的露，看来佛真是慈悲，要让她在人间经历这段尘缘。但面见露的结果却大大出乎蛛儿的预料，露对她没有任何好感。蛛儿百思不得其解，难道佛要让她好事多磨，她心事重重前去寺中许愿。就在出寺的时候她看见了同样前来许愿的大王子露，但露仍然像不认识她一样，从她身边走过。为什么会是这样？蛛儿又一次陷入了悲痛的深渊。一个月后，皇城宣布，大王子选中了心中的皇后风。蛛儿在病榻上得知，风再一次把她的露带走。她责问，佛，你说要让我经历这段尘缘，为什么又一次让我绝望。蛛儿渐渐病入膏肓，忽然一天皇城传话，二王子草要来求见。不一会，二王子草来到蛛儿的床前，他说，蛛儿，我是寺中墙脚的那棵草，我已守候你一千五百年，但你总是高高在上，从来没有看我一眼，不过这没关系，我才得知你就是蛛儿，所以一定要来见你。蛛儿已病得无力坐起，她百感交集不知该如何表达。突然白光一现，佛走了过来，佛说，蛛儿你现在知道，幸福并不是已经逝去的，也不是永远得不到的，幸福就在你身边，是你现在所拥有的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是个有些凄美的寓言故事，车上的人听了之后都陷入沉默，为什么不给我一些掌声呢，主播并不想让气氛沉重。掌声把大家从故事中拉回现实，大家开始调侃主播现在所有拥有的那个幸福。而我的电话在这时响起，朋友在电话里问道，怎么办？大盘跌了这么多，是抛还是买？大盘明天会不会反弹？这是一个我不断被提问的问题，我一时不知该如何回答。

确实，股市从 6000 多点到现在已快调整 20%，但这并不出乎意料，就像周润发在《满城尽带黄金甲》中对周杰伦讲的那句台词，皇位迟早是你的，但你不要抢，要抢，我就不给你。其实从价值投资的角度看，投资的收益全部来自企业价值的提升和分红回报。所以对投资者来说，只要企业赢利存在，回报就一定存在，投资者只需耐心等待。但如果投资者总是眼红别人手中上涨的股票，总是后悔已经错过的上涨机会，总是抢进抢出，赢利其实反而会越行越远。而作为专业投资者的基金管理人，其实并不能给投资者创造价值，也无法回避股市下跌的系统风险。基金管理人只是更懂得从宏观上说，投资的收益只是来自企业本身这个道理，他们的工作就是通过训练、纪律和合作，来更好地把握这种收益。

根据对美国股市的统计，几十年来，美国股市的平均收益约为 10%，而基金的收益约为 7%，但一般投资者的收益只有 3%。所以，投资无需对已经下跌的股票追悔不已，也不必奢望通过炒作就可以获得超高收益，投资最重要的是关注企业的赢利本身。过去两年股市的高回报，一方面来自估值的提升，一方面来自企业赢利的快速增长。两年前国内上市公司的净资产收益率只有 10% 左右，今年净资收益率则可能达到 18%，这个数据已达到国际水平。而如果净资产收益率不能进一步提升，那么企业赢利只能是外延式增长。这表明明年的企业赢利增长速度很可能会恢复到平稳增长的水平，而这也从根本上决定了股市的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

画出菜的味道与股市独立性研究

2005－11－04

好的买方研究必须有自己的观点，并通过股价来表达这些观点

也许是迫于业绩的压力，2005 年 10 月底富达的旗舰——麦哲伦基金迎来了第七任基金经理兰格，早在 3 个月前，富达还打破了传统，设立了专职的研究员。这不仅表明富达在约翰逊三世离职后改革其传统投资研究体系的决心，也表明独立研究对基金公司的重要性。研究是投资的基础，这是个容易被人接受的观点，但什么是好的研究却是一个没有准确答案的问题。

热播的韩剧《大长今》里的故事也许可以更好地说明这一点。长今的老师韩尚宫一开始没有教长今任何关于膳食的技巧，而是让长今每天重复地端一碗水。但长今的对手今英却把祖祖辈辈积累的大量膳食经验和秘诀烂熟于胸。但有一天长今终于悟出，对于做食物的人来说，水放在碗里就是一碗食物，因此，不仅要了解食物的特性，更要了解对方到底要什么。所以端水前要知道水有凉水、热水或盐水之别，每种水适合的情况不同，要根据具体需求端上不同的水，比如肚子痛，可以送上盐水并说明理由。遵循这个原则，长今懂得做菜最重要的是要了解每个原料的性质和特点，了解不同原料搭配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的规律，并根据食用者的要求，采用最合适的烹饪方式制作。所以后来即使没有见过鲸鱼，长今也能做出美味的鲸鱼菜，即使失去味觉，她也能制作令人惊叹的美食。而长今的对手今英在膳食比赛失败后，也终于明白，要做出好菜必须按长今的方法来做，这个方法用韩尚宫的话说就是：画出菜的味道。

买方对股市或股票的研究其实应该像长今做菜，要获得超越市场的投资收益，通过对经济或企业的独立性研究并获得原创性的结果是最重要的途径。也就是说买方研究要有完整而独立的体系和逻辑，与企业及其他研究机构平行地对企业进行研究和判断。这体现在两个方面：首先，要理解企业财务数据或经济数据，避免像技术分析那样，只知其然而不知其所以然地根据过去的数据简单平滑推导，得出下一时间的预测。研究者不仅要分清每个产品或服务的收入及成本，还应研究该公司的盈利模式、在产业价值链中所处地位以及行业发展的阶段。好的买方研究应比企业更早地看到企业盈利的改善和业绩的下滑，比如完全可以在年初就得出判断，今年零售类企业利润可能会好于预期，因为过去的经验表明，经济高涨的后期，消费会加速。其次，要独立分析，避免无条件接受企业或其他研究机构对未来的判断。比如 2005 年 11 月第一周金融街大跌，主要原因是基金经理对其不慎重的投资行为做出了不乐观的判断，尽管短期而言，其财务数据并没有发生任何变化。好的买方研究必须有自己的观点，并通过股价来表达这些观点，即使观点与企业的管理层有冲突，但这种冲突不仅会加强双方的沟通，对企业的经营也有很大的帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看 NBA 球赛　聊基金投资

2006－02－03

优秀的主动型基金大部分是以严格的基本面为导向的

NBA 的每个赛季对球迷来说都有很多新的期待和悬念，比如大家可能会想，湖人还是不是强队？小斯受伤后的太阳队会不会一落千丈？当然，中国球迷最关心的永远是姚明和火箭队，如果火箭队能进入总决赛，那一定会成为球迷最重要的节日。不过作为一个基金从业者，看 NBA 的时候常常会由于习惯而有其他想法，比如基金每月有单日排名，有一周最佳，还有年度总排名，基金经理就像球员一样时不时地流动，面孔是熟的，只是公司不同。除了上述相似之外，打球与投资本身，尤其是进攻得分与投资业绩之间更有某种相似之处。

篮球进攻得分最重要的环节是配合与战术，所以范甘迪初到火箭队时，首先让姚明感受的是厚厚的战术手册。基金投资也是这样，研究员、基金经理以及策略分析师之间的配合是基金投资业绩的基本保障，尤其是在竞争愈来愈激烈、市场越来越有效的环境下。优秀的主动型基金主要赢在选股，这就好像篮球的进攻在于命中率，而命中率的高低主要不在于球星而在队员的搭配以及队员间的配合。这就是 NBA 非常重视助攻的原因，因为助攻的数据代表着配合，而配合的好坏决定了命中率。研究员、基金经理以及策略分析师从个股研究、市场表现和宏观前景三个方面共同配合，从逻辑上看，其选股的命中率肯定胜过哪怕是最好的基金经理单打独斗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 NBA 的统计数据看，标准的总冠军球队会有以下特征：当家球星能力出众，内外结合实力均衡，能攻能守发挥稳定。而小牛队或太阳队这样以快攻为主的外线球队，一般会被称作常规赛球队，主要原因是这种球队在季后赛时表现不佳，很难获得最后的总冠军，这就好比基金投资中不以基本面为依据而是以市场热点为依据。快攻的问题有两点：一是要有这种机会存在，但在季后赛中，球队都非常注重防守，所以发动快攻的机会很有限，而在阵地进攻中，由于缺乏基本面过硬的当家球星，所以会突然陷入得分荒；其次，外线球队无论其三分球命中率有多高，在压力极大的季后赛中发挥失常的概率非常大，往往会出现集体哑火的现象。投资与此非常类似，严格地以基本面为基础均衡配置，有时就像看邓肯打球一样比较闷，但却稳定且有持续性；而追逐市场的热点并极端配置，如果打准了，投资的业绩会上升得非常快，但这种风格在持续性上几乎没有成功的，因为这种风格很难避免犯错误，而错误的代价又往往很大，所以从统计的结果看，优秀的主动型基金大部分是以严格的基本面为导向的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百度的故事：优秀主动型基金的特质

2006－02－02

好的投资或一只大牛股会在很短的时间内让人做出决定

百度可以说是2006年所有中国公司中股价表现最好的，上市第一天就涨了4倍，但当1999年百度CEO李彦宏想回国创业的时候，除了他在Infoseek的工作经验和拥有的技术能力外，几乎一无所有，所以他首先找到了风险投资商。第一笔融资非常顺利，这得益于风险投资商在尽职调查时发生的一个故事。当时，投资商问李彦宏，当今世界在搜索技术方面排名前三位的人是谁？李彦宏就说了包括Infoseek的老板在内的三个人，但没有说自己。调查者中的一个人听完后起身离座，大约过了10分钟，他又回到了房间说，刚才我已经与你提到的三个人之中的一个通了电话，咨询他眼中在搜索技术方面最好的前三名，他告诉我李彦宏在技术上绝对是排名前三位的。据说，首笔融资100万美元就这样轻易完成了，而且风险投资商还怕钱不够，又追加了20万美元。这个故事说明了一个在投资领域内反复发生的规律，那就是好的投资或一只大牛股会在很短的时间内让人做出决定。这一点“股神”巴菲特可能有更好的诠释，他说一项投资或收购是否有吸引力，我一看就知道，如果在5到10分钟之内我还不知道，那么再过10个星期，我也不会知道。

根据一项对美国主动型基金投资管理的研究，优秀的主动型基金在投资上大致有以下四个方面的特点：一是坚持价值理念导向；二是不以指数为基准，选股能力强；三是持股较集中，持股数约为20～40支；四是风格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较多变，选股范围广。这四个特点中，选股能力是核心，而对于选股来说，无论是什么分析方法或信息来源，一只能被市场广泛接受的大牛股总是像上文故事所说的百度一样有着简洁而动人的特质，让投资者一见如故、相见恨晚。国内这两年的大牛股几乎都是这种类型。

有了好的股票后，投资的下一步就是提升效率。这就像一个基金经理说的，投资就像打篮球，首先是寻找到像乔丹一样的选手，其次是多给他传球。所以 NBA 球星最重要的一个数据永远都是场均得分，而投资业绩最好的基金几乎都有较高的个股集中度和行业集中度。集中持股肯定会增加组合的风险，不过从结果来看，成功的基金这样做反而会减少下跌时的风险，而这两年国内基金的表现也很好地印证了这种现象，不过如果选错了股票，那么集中一定意味着灾难。

最后好的基金还有一个特点，就是不拘泥于一种风格，选股范围广泛。比如麦哲伦基金这 5 年表现不佳的一个主要原因就是持有了太多的大盘股，而近 5 年来这些股票的表现一直弱于大盘，相反彼得·林奇当年获得年均 30% 的收益的一个重要原因是他大盘股、小盘股、周期类股、价值类股什么都投，可谓十八般武艺样样精通，而且随着市场的变化而变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史学家和历史爱好者：专业人士与业余投资者的不同方法

2006－06－19

无论是有关投资的知识还是有关企业的信息，对于投资来说很可能不是最重要的，专业的方法才是对投资结果影响最大的因素

有一项对历史学家和历史爱好者进行的比较研究表明，一个研究中国史的历史学家对日本史的问题可能还不及一些对日本史感兴趣的历史爱好者了解得更多，不过，如果需要对历史资料进行分析，历史学家尽管对这些历史并不熟悉，但他们会据此进行分析并形成一些可能的推断，然后很小心地根据这些资料对自己的结论进行验证。相反历史爱好者虽然更熟悉事件，却倾向于从自己的偏好和感觉出发进行主观臆测，很少会以史料为基础仔细分析验证自己的推断。这两种不同的方法，相比掌握史料的多寡，对研究结果准确与否的影响更大。

投资股票与研究历史是颇为相似的：大部分人都可以看懂 K 线图，也知道低买高卖，这就像许多人都会阅读历史并会形成自己的历史观点一样。事实上许多投资者确实阅读了关于巴菲特投资的书籍，也研究了一些行业的发展趋势，甚至紧密跟踪某个自己投资的公司的生产和经营，不少个人投资者对现在仍处于学术尖端的金融行为学和博弈论还能侃侃而谈。同时，就像历史爱好者可能对自己喜欢的历史会比较熟悉一样，许多投资者对一些公司也非常了解。不过在投资时，他们却往往倾向于持两种截然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相反的态度，要么坚定地长期持有，哪怕盈利不多甚至亏损；要么一股不买，无论股票价格是否在一路走高。所以，无论是有关投资的知识还是有关企业的信息，对于投资来说很可能不是最重要的，专业的方法才是对投资结果影响最大的因素。

与上述历史学家研究历史的方法相似，专业的投资方法的重点也主要表现在两个方面：一是推断什么样的股票可能会有更高的收益；第二是小心求证这个推断。巴菲特曾说他的偶像是一个叫 Eddie 的球童，这位球童先后加入过白袜队、布鲁克林道奇队、纽约洋基队，这些队要么首次打入世界大赛，要么蝉联冠军，所以他的收入也非常可观。Eddie 说如何拎球棒其实并不重要，重要的是他能为球场上最当红的明星拎球棒。这意味着，投资者的投资技巧或在信息上的优势并不重要，重要的是所投资的企业是一个明星企业。所以，巴菲特投资中石油或中国人寿时，可能并没有与企业有太多接触。从这个角度看，国内庄股失败的根本原因，可能也不是表面上的股票涨幅太大或资金链断裂，而是没有选择正确的品种；专业的投资研究中最重要的部分也应该不是实地调研或对企业的紧密跟踪，而是在没有与企业紧密接触之前就想到，这个企业很可能是个明星企业哦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调研与弦外之音

2006－08－21

调研上市公司的时候，如果对这种利益的动机不甚了解，那结果也同样可能出问题

2006 年夏天与 2005 年冬天一样，各种会议尤其多，这可以推导出两个结论：一是 2006 年上半年各机构盈利应该不错，否则没钱办这些会议；第二个结论是现在的市场要么存在很大的分歧，要么失去了方向，否则也没人去开会。这一点可能与媒体或会议上专家的那些观点有些差异，比如他们都说现在是个大牛市或短期调整长期看好。因为如果市场真的方向明确，那大盘一定会以涨跌表现出来，而如果大盘的涨跌没有如此表现，那么应以市场为准。

2006 年 8 月初去新疆开了一个会，会后又去喀什，一座古丝绸之路上的重镇，充满着异国风情——不过这种描述其实暗示着它并不是一个现代化的城市。交通状况也不好，我们坐在旅行社安排的车上颇感颠簸。导游看起来是一个热情的小伙子，告诉我们喀什虽然不富裕，但喀什人都很实在。我们于是向他提出换一辆车，他果然一口答应了，但说现在天太晚，人联系不上，明天一早就联系。第二天早上，来的车仍是昨天的车，导游满脸歉意说真是不巧，这两天旅行的人太多，所以车周转不开，不过中午应该可以。于是我们只能坐着原来的车颠簸上路。过了一个小时，导游又说，车早上已经用了所以不能退，如果换车的话需要另加费用。我们这才恍然大悟，导游拖拖拉拉的原因原来只是想另加费用，于是我们答应了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他，而新车也在我们答应后不久就开到我们面前。

调研上市公司的时候，如果对这种利益的动机不甚了解，那结果也同样可能出问题。年初我们看上了一只消费类股票，虽然市盈率不低但市净率很低，又有回购的意向，如果回购成功，市盈率会降到安全区域，因此属于有安全边际的股票。为了了解公司的经营状况是否能好转以及公司的股改方案，我们专程拜访了公司。公司很豪华，这与公司的盈利水平非常矛盾，但也表明改善空间是存在的。不过接待人员的表现却与其将要做股改不相称，他们一会说基金太不可理解，公司市盈率那么高为什么还要买；一会又说基金的研究不如 QFII 细致，没有真正在超市清点他们产品的销售状况。回来后我们卖掉了已买的股票。而这只股票开始像我们担心的那样一路上涨，上涨过程中，回购、消费税降低以及业绩大幅改善的利好相继兑现。该股股价很高之后，公司果然开始邀请各路基金参加它的业绩推介会，还要推动股权激励。我们现在知道，企业只是不想我们在那个时候大量介入而带来不必要的麻烦。我们当时却未能猜透这个动机，错过了一次投资机会。

据说索罗斯就经常能听出这种弦外之音。1972 年的一个晚上，索罗斯听到了国民城市银行招待证券分析师吃晚饭的消息，这事以前从未发生，他联想银行业可能要公布利多消息，便立即买进经营体制较佳的银行股，果然短期内他就获利近 5 成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产管理的重心

2006－10－16

首先是寻找一个平均收益尽可能高的市场，让更多的投资者获得合理的收益

曾经参加过一次小型研讨会，会议的主题是如何提高投资的收益率，地点是在西藏拉萨，当时颇有一些华山论剑的味道，只是有些参会者还处于高原反应之中。不过随着会议讨论的展开，三种流派还是越来越清晰：一种是以个人小额投资者为代表，他们对财富神话最为敏感，希望能够获得超高收益的独门暗器，无论这门暗器是否可信。因为市场上确实存在着从几万元起家，通过 10 年左右的证券投资获得超过亿元财富的神话故事。第二类是私募派，由于资金来源受限，他们最大的特点是追求绝对收益，因此长期投资或公司价值对他们并不是最重要的，市场存在的定价错误或套利机会才是他们获利的最重要基础。不过有些资金来源比较稳定的私募派，也开始采用类似巴菲特的长期持有、价值投资的方法。第三类是公募派，由于规模较大、信息公开，所以比较重视互相之间的收益比较，而投资技术上则主张在价值的基础上，通过行业配置和个股选择的变化获得更高的收益。数据表明，虽然基金组合中许多盈利较大的股票持有时间较长，但表现较好的基金其实换手率并不算低。由于券商和 QFII 未参加讨论，所以没有出现类似武侠小说中的五大门派之华山论剑的盛况。

三个流派互不服气，争论什么样的投资方法或投资技术最适合广大股民。这使我想起小时候听的《西游记》里的一个故事，当年孙悟空大闹天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宫，玉皇大帝无法控制局面，只得请来如来佛主持公道。如来佛与孙悟空打赌，孙悟空虽然可以一个筋斗翻出十万八千里，但仍翻不出如来佛的手掌。赌局的结果大家都已知道，但当时孙悟空一定想不通，为什么如来佛的手掌会比十万八千里还要大，我那时听到这个故事也无法想通。

统计学有一个基本的概念叫正态分布，用在投资学上可以认为，如果投资者数量足够多，那么投资者的数量和投资者获得的收益是按钟的形状分布的，横轴是收益的多少，纵轴是投资者的数量。因此，无论投资者拥有什么样的独门投资暗器，或者多么洞悉套利机会，或者多有耐心坚持长期投资，收益率的分布结果都不会改变。也就是说大部分投资者的盈利与市场平均收益相当，一旦收益比平均收益高或低，投资者的数量都会急剧降低。这个规律就像如来佛的手掌，无论投资者如何努力都不可能突破。

所以无论何门何派，如果管理资产数额足够大，那么资产管理的重心，首先是寻找一个平均收益尽可能高的市场，而不是在一个平均收益低的市场中寻求超越。从广大投资者的角度出发，资产管理的重心则是让更多的投资者获得合理的收益，而不是让这些投资者中的极少数人获得超高收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是飞机惹的祸

2006－10－17

资产管理的首要任务并不是发现牛股，而是管理风险

1980年底，《滚石》杂志想做一个约翰·列依和小野洋子的报道，于是派杂志社年轻的女摄影师莱博维茨前往列依和洋子栖身的公寓。莱博维茨当时因为拍摄过一些摇滚乐歌星的照片而小有名气，但她仍只是一个听命于主编的摄影师。不过为了让列依更好地投入，她讲大话对列依说，这组照片中将有一张成为下一期《滚石》杂志的封面。列依和洋子都很合作，照片也拍了许多张，但莱博维茨仍感到不满意，原因是这些照片还是不够好，还是不能让人难以忘怀。突然莱博维茨灵光一现，她想如果让列依脱光衣服会是什么样子呢？于是莱博维茨拍到了一组裸体的列依紧紧缠在衣冠整洁的洋子身上，双手抱着她的头亲吻的照片。

而就在这一天的晚上，列依被他的一个歌迷刺杀了。1981年1月出版的《滚石》杂志果然发表了这组照片做封面，莱博维茨的大话成了现实，这张封面也被选为《滚石》的最佳封面。

2006年国庆节后不久，逆市大幅下跌的洪都航空成为一个特别吸引眼球的股票。（洪都航空曾是广发基金公司的一只重仓股。该股自2005年底的8元启动，一年多的时间里最高涨了5倍，而自2006年10月以来，该股快速下跌，跌幅高达50%。当时广发基金受到市场较大的质疑，对此，广发基金公司解释是由于仓位调整所致——编者注）其实投资股票很多时候就像《滚石》这张最佳封面的出现一样，充满了不确定，没有人知道结果到底会是什么，而结果往往会比我们想象的更好或者更糟。记得2003年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的夏天，我当时在嘉裕关调研，突然想到茅台酒的招股书显示其募集资金项目已建设了 3 年，而茅台酒的生产周期是 5 年，于是我用手机与研究员聊了近一个小时，因为那个时候由于税的缘故没人喜欢白酒，茅台也跌到了最低价 22 元左右。我管理的那只基金几乎在最低位买入了一些茅台，但我那时并不认为这是一只将在未来 3 年内上涨 8 倍的股票，因为我根本想不到酒的价格会涨，也想不到市场将会完全认同消费类股票。但当五粮液和云南白药提价的时候，我们突然明白，这只股票比我们想象的要好很多，投资的比重也应增加很多。如果有一只牛股持续时间在一年以上，那这只股票大致有着相同的故事，比如万华、苏宁、万科等等。

军工之所以会被期待有着三个方面的原因：首先是中国国力已经增长到需要一个现代化的国防装备阶段，而这几乎从零开始，市场到底有多大，可能很难估计；其次中国的这些装备制造业如果要满足这个目标，必须从体制上改变，由过去的项目投资型向市场采购型转变。以前的体制由国家进行项目投资，一个项目很难与其他项目兼容，浪费较大，效率不高。西飞国际的资产注入很有可能只是这种转型的开始。第三，这些企业由于美国的技术封锁，只能进行自主创新，而自主创新类企业在现在的中国是任何一个投资者都应该用放大镜来关注的领域。

但未来怎样呢？这些企业能否转型成功，是否会像当初国家投资的家电企业那样在市场中落败？洪都的飞机是否能像期望的一样，配备到部队或者出口？市场如何面对军工这样透明性很低的企业？投资者又能否接受科技类公司特有的高波动性？这些问题的答案并不是没有，只是它们都在未来。

投资必须面对不确定的未来，所以资产管理的首要任务并不是发现牛股，而是管理风险。记得一次会议上，一个海外基金公司的人介绍说，他们公司投资上百万美元用于风险控制的建设，但并不知道管不管用。“9・11”发生的第二天，他们发现，基金净值的波动在可控的范围内，他们大松一口气，对风险控制系统的投资还是值得的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对洪都航空质疑的回应

2006－10－20

这件事的发生一方面检验了我们对风险的承受能力，另一方面也是我们今后加强风险控制能力的宝贵经验

洪都这只普通的股票引起这么大的关注一定有它的原因：首先这只股票是一只很有争议的股票，许多投资者对这只股票过去不良的治理结构记录仍然记忆深刻，作为公募基金这样的机构要不要参与是存在分歧的。所以当这只股票快速上涨后，市场的第一反应可能并不正面。其次，恰好在这个时候上海的一家基金管理公司总经理被要求协助调查。第三，某报纸在这个时候不恰当地引用非公开信息，做了一些有误导性的猜测。当然还有可能是由于广发基金这个本土的小基金管理公司在过去一年内处于快速的发展之中，快速的发展也很可能预示着我们这个公司还存在着相当多的不足，就像我们经常在公司内部说，可能我们现在只是“一俊遮百丑”，也许明年或后年，我们又被打回原形。

无论什么原因，这件事并不是一件正面的事，但这件事却未必是一件坏事，因为在洪都航空这只股票的投资上，我们是合规、合法、问心无愧的，由于信息披露的限制，在将来如有可能，投资洪都航空的过程是可以给大家分享的（2006年11月16日，广发基金公司发布了致持有人的公开信，对投资洪都航空的全过程进行了说明——编者注）。

不过最重要是的广发基金的投资团队从这件事中总结了出什么样的经验。过去的投资为我们提供了不少的经验，如地区分级、原则上不投资合资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业、不挣最后一分钱、不做第一次重组等等。这件事首先让我们更加坚定，如果要在基金管理这个领域继续发展，一定要“慎独”，要奉公守法，做一个好人，决不能有任何侥幸心理；其次，这件事还让我们重新思考上市公司形象对投资的重要性，思考科技股的特征和风险控制办法，思考在公众的高度关注下如何获得更好的收益。

有些事情一定会发生，只是不知道在什么时候以什么方式发生，在洪都航空这只股票，以及在广发基金及相关人员身上发生的事，是实实在在的风险，一方面，投资并不可能回避风险，因为没有风险就没有收益；但另一方面，事先防范也是我们的风险控制哲学，这件事的发生一方面检验了我们对风险的承受能力，另一方面也是我们今后加强风险控制能力的宝贵经验。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的愿景

2006－10－30

我们干脆给自己立了一个不成文的规定，只长期持有一个有清晰愿景的企业

2006年10月，Google又一次创下新高，虽然Yahoo等网络股的表现并不太好。当然，Youturb被Google以16亿多美元收购的新闻更是让投资者感到震撼。现在仍没有人知道Google到底能否成功，但这并不妨碍Google的愿景，即在即将到来的网络社会中成为其唯一的门户，会让越来越多的投资者相信。他们也在按照这个梦想，仗着60倍的PE到处进行着换股收购。这就像10年前的微软，比尔·盖茨梦想着让所有的人都能使用电脑，希望所有的人都在电脑上使用他的操作系统。这两个愿景的投资价值在于，一旦梦想成真，其他的竞争对手即使拥有相似的技术也难以被消费者选中，就像国内其实也有龙芯这样的高技术产品，但要被市场接受却完全是另一回事。

2004年前，中国的股市在宏观调控声中一路下跌，我们想如果这时候在一个最差的行业找一个最好的企业，也许会有机会。于是我们找到了这样的一家企业，但当我们买入之后却发现，现实比想象的要残酷许多，很少有投资者愿意继续持有，而我们虽然也想过溜之大吉，却无奈买得太多，深套其中。该公司董事长在股东大会上却对我们这个仅剩的基金投资者自信地说，我们已经改变了中国在这个行业中的国际地位，两年后我们的成本比同行还会继续降低，而市场占有率更会大幅增加，所以我们的盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利水平也一定会有大幅增长。无独有偶，在蒙牛刚成立不久的年度会议上，牛根生当着当时蒙牛公司的中层们在黑板上写下5年后销售额100亿的数字。大家认为老牛多写了一个零，但牛根生却不以为然，他说5年后如果我们能成为全国第一，那么至少要占有1/3的市场份额，而这个数字大概就是100亿。当时公司大部分的员工根本不相信他的梦想，但现在这个梦想几乎成为现实，而如果你这两年恰好做了上述两个公司的股东，那你一定是一个收益远超市场的成功投资者。

尽管商业的研究并不是最严密的科学，但研究还是表明世界上大部分的伟大企业总会给自己的公司设定一个愿景，这种愿景通常是企业未来的发展方式或发展方向，既领先于企业发展的现状却又不过火，因为不切实际的幻想并不能说服企业的员工为之奋斗。当我们在上文提到的那只股票最困难的时候持有它时，唯一能让自己安心的就是：这是一家有理想的企业，已经处在最坏的时候，其未来光明的可能性远大于黑暗。后来，这只股票真的表现出一路上涨的走势，所以，我们干脆给自己立了一个不成文的规定，只长期持有一个有清晰愿景的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金管理公司的愿景

2006－11－06

伟大的基金管理公司一定产生在一个投资已经成为普通大众日常生活方式的背景下，而这个公司也一定是这种方式的典型代表

100年前美国人亨利·福特发明了T型车和自动化流水线，以几倍于当地水平的工资雇佣当地工人在流水线上工作，大批量生产汽车，生产成本因此反而大幅下降，而当地的工人由于较高的收入也成了最先买得起汽车的普通人。这是现代工业的开端，全社会的财富因此出现了快速的增长，而人们的生活方式也发生了本质的变化。与福特差不多同一时期的中国，有一个商人胡雪岩，他就住在杭州，个人财富最多时相当于清政府一年财政收入的一半，而那时中国的GDP可能占全球的1/4。我们知道他是个红顶商人，但他的财富却像风一样来去无踪，虽然他奢华的宅子如今是一个旅游景点。

胡雪岩是否成功难有定论，但他的财富却更多地依赖官商勾结或权力垄断，是社会财富的重新分配，普通人并不受益。而福特的现代化工业生产却改变了人们的生活方式，增加了社会总财富，即使是工厂的工人也成了有车一族。历史上一个企业之所以伟大，总是因为开创了一个崭新的行业，而一个崭新行业的兴起则几乎毫不例外地在于它改变了人们的生活方式，如微软、沃尔玛等等。投资这些企业的回报不仅巨大而且持续。

炒股与投资最大的区别在于：投资会让所有参与者受益，让资金更有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效地配置，从而增加社会的总财富。所以伟大的基金管理公司一定产生在一个投资已经成为普通大众日常生活方式的背景下，而这个公司也一定是这种方式的典型代表。所以，让持有人持续获利其实只是这个公司成功的必要条件之一，它还必须要让普通人认识投资、接受投资以及永远与之相伴的风险，要依赖一个公开、公平、公正的证券市场，还要选择并投资一些同样改变人们生活方式的伟大企业。这应该是每个基金管理公司的愿景，虽然基金公司实际的运作远没有这些愿景那么纯粹和轻松，但如果再过十几年，中国人真的像现在西方发达国家的人们那样习惯于投资，那么一定是这种投资生态已经形成，而在这种生态形成的过程中，很有可能会有一个伟大的基金公司出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似是而非的规律：什么样的基金是好基金

2007－03－26

所谓的规律可能只是个似是而非的结论

说到基金业绩，有一个特征正变得越来越明显，那就是大多数基金很难战胜指数。中国基金业发展的时间比较短，所以专门为机构投资人服务的理柏基金评级，最长时间只有3年期。到2009年，我们才可能有5年期的基金评选。

什么样的基金是好基金呢？国内基金运作时间太短，留待未来评价可能更有说服力。美国的一些机构做过许多这方面的统计和研究，他们发现，在美国最优秀的基金有一些共同的特性：一是换手率低，一般在25%左右，不过这个特征也不是绝对的，因为彼得·林奇的交易就非常活跃；第二个特征是持股集中度高，比如传奇的基金经理比尔·米勒曾说，如果法规许可的话，他只买3只股票，我们知道比尔·米勒拥有连续15年战胜比较基准的传奇纪录；还有一个特点，获奖的基金管理人大都不在纽约或波士顿，据说原因是在纽约或波士顿办公的基金管理人对CNBC这类财经资讯反应太敏感。

其实，所谓的规律可能只是个似是而非的结论。比如有许多表现落后的基金，集中度也非常高。这一点从统计学的角度分析是很容易理解的，集中度高意味着风险大，上文说的比尔·米勒在连续15年战胜基准后，第16年不仅晚节不保，而且大大落后于比较基准；同样也有很多优秀的基金经理住在纽约或波士顿，这些大城市就像中国的上海、北京或深圳，优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是十分明显的，至少在人才的招聘上就是这样。

每年我们都会组织毕业生面试，因公司地处非中心城市，那些毕业生常会以 7 种方式拒绝：第一种是刚见面，听说工作地点就表示搞错了，以为公司在中心城市；第二种是在听说要到公司总部实习一周左右的时间后，说学习太忙抽不出时间；第三种是到公司后，第二天不见了，打电话才发现人已经不辞而别；第四种是在完成实习回校后便了无音讯；第五种是回校后表示需要考虑考虑，然后在下一次联系时告诉我们已经被某中心城市的公司录取了；第六种是在签三方协议的最后一刻遗憾地说，父母或女朋友坚决不同意；最后一种则是在拿走了协议之后再也不见踪影，连手机都换了。

上述情况肯定增加了公司培养人才的难度，但也未必就没有好处，至少留下来的人是热爱投资这个行业的，并且也愿意为从事这个行业而做出牺牲，流动性当然也降低了。这就像我们投资企业，我们一般很少投资大城市的消费类企业，因为大城市的市场太大，所以这些企业不愿意向外扩张，而当像伊利或蒙牛这样的企业成长为全国性企业时，竞争的天平已完全倾斜。据说当年国美在北京卖电器卖不过大中，不得已只能向全国扩张，10 年过去了，赚了不少钱的大中现在只给人们留下一个到底会被谁收购的悬念，不知道这个传说是不是真的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分

媒体聚焦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来的投资机会将超乎想象

——访广发基金投资总监朱平

《证券市场红周刊》（2006 年 11 月 1 日）　江红霄，何虹/文

时隔 5 个月，还是在北京国际会议中心的一间会议室里和朱平坐在一起“面对面”。不过，那时正是广发基金新发的策略优选基金刚结束发行，成为国内首只首发规模达 184 亿元的“大象”基金。当时的朱平对新基金的发行如此火爆虽然略感意外，但是更多的还是兴奋。如同一位重兵在手、临战状态颇佳的将军，就要指挥一场极具挑战性的战争。

10 月 21 日记者再次见到朱平，则是在广发基金举办的 2006 年四季度策略巡回报告会上。此时的朱平已经平和许多，对于市场上“大基金能否赚到钱”这一疑问早已不屑作答，而是不厌其烦地阐述着广发基金的投资思路转型，以及对新的投资领域的积极探索，“新蓝筹”就是其中的探索结果之一。

我们不对股价的高低负责

《红周刊》：最近这一两周，市场对你们旗下管理的基金有很多质疑的声音，比如持股相对集中，有联合坐庄的嫌疑，而且卖洪都航空这类股票时过于凶猛等，你对此有什么看法?

朱平：我们是一直从选股的角度来做投资的，而且这种投资方式在全世界范围内也是有效的。从我们公司的投资流程来看，我们是一个团队来做决策，而且大家共用一个研究平台。在同样看好某只股票发展前景的情况下，我不可能要求某个基金去买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入，另一个基金不要买。现在市场上有人说我们是“恶庄”，卖起股票来不管别人死活。开玩笑地说，如果我们卖股票要管别人死活的话，我们就挣不到钱了。当然，在这里我要强调的是，我们只对持有人负责，而不对股价的高低负责。

说到洪都航空的下跌，我这里只说一个一直没有被注意到的细节，那就是广发旗下的小盘基金有一个特定的契约规定，即小盘基金在投资上，80%必须投资于小盘股票，对大市值股票的投资不能占其投资额的20%，而洪都航空在二季报的时候是其重仓股之一。我不知道小盘基金到底卖了什么股票，但他要卖则一定会满足基金合同的要求。至于投资者对“洪都航空事件”的质疑，我们会寻找更好的方法去沟通，但我们肯定是合规合法的。

《红周刊》：那你如何看待坐庄与集中持股之间的区别?

朱平：其实，股票的上涨都是有资金推动的，坐庄是一种传统的方式，投资则是另一种方式，这两者是完全不同的。坐庄也就是德隆的那种模式，靠钱来推动股价的上涨。这个模式对资金的需求是无止境的，因为要不断地将股票往上推。比如头一波人在10元进入，预计要把股票推高到12元，一旦达到目标就走人了，依此类推。也就是说，坐庄最后的结果一定是没钱。而市场中的钱是和经济实体的发展有关系的，并不是无限量供应的，如果股价的增加超越了经济的增长，资金的供应就会出问题。而一旦资金链断了，就会引起股价的崩溃。但是，证券市场到现在之所以还能够健康发展，正是发现了新的均衡点，也就是价值投资，做价值投资也同样可以挣钱。这是由于证券市场可以创造财富神话（比如2006年胡润百富榜的新首富是玖龙纸业的女老板，就是通过上市放大了其财富），所以会吸引一些好的公司来上市，一般的投资者也可以从中赚到钱。而作为专业的投资者，主要的工作就是找到挣钱最多的国家和股票。

从单纯选股向资产配置转型

《红周刊》：依照你们的选股经验，你认为作为专业的投资者，怎样才能找到挣钱最多的股票呢?

朱平：我们的选股是分层次的。首先从行业和板块中找到一个大的方向，这是非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常重要的前提（比如说2006年上半年，国内市场上有色、酒、机械等行业表现比较好，下半年就换成了军工和银行），然后才是找具体公司。此外，在投资流程上，我们采取的不是明星基金经理制，而是研究员和基金经理合作制。广发基金有一个特点，就是基金经理并不经常去上市公司调研，他们的主要工作是看市场。我们认为，做基金经理一定要有一种本能，能够发现市场中可能出现的机会。有时候研究员还没有做到位，但是基金经理就可能会感觉到。而研究员的工作就是要找到买入的理由，以及挣钱的理由。

《红周刊》：这种单纯选股的方式，目前来看，的确取得了很明显的效果。在将来的投资中是否依然会选择这种方式?

朱平：这种精选个股的方式，在管理小资金的状况下还是很有效的，但是我们现在管理资金的规模越来越大，目前已经是300多亿，所以从这个角度看，单纯选股的策略就不够了。一方面，其盈利规模不够大；另一方面，这种方法容量不大，很容易造成集中持股，不适合大资金来使用。大资金更偏重于资产配置和选择股票，我们也正在从单纯选股向资产配置这个方向转型。但是做资产配置可能不如精选个股那样容易做到狠、准、稳了，所以对我们来说也是一个新的挑战。

比公司的管理层看得更远

《红周刊》：我们注意到，包括你在内，你们公司的基金经理多有做过投行的经历。这种经历是否会使你们和公司高管的接触更深，对于你们精选个股很有帮助呢?

朱平：其实，我们有些基金经理并不是做投行出身，也一样做得不错。所以重要的不是基金经理有没有做过投行，而是我们的理念、流程以及决策，能够使我们找到更多的好股票。与高管搞好关系，其实也就是听消息，这种方法也可以选股，但是只有很小的一部分人能挣钱。而且这种方法也有问题，首先是规模做不大，其次是不一定听到高管的消息就能挣到钱。因为投资和经营是有差别的，投资者和企业的管理者看问题的角度是不同的，打探消息并不能带来稳定的收益。我们认为要挣钱还是回到投资的角度，而且作为基金经理，对上市公司的了解，应该比公司的管理层看得更远、更超前，要看清楚什么是成长的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来的投资机会将超乎想象

《红周刊》：既然要比公司的管理层看得更远，那么你认为市场接下来的投资机会在哪里?

朱平：从大的方面看，过去10年，人们的收入已经大幅度地增加，而收入的增加会改变人们的生活方式。我们现在正经历一个新的时代，随着人均收入的进一步大幅度提高，会有我们自己都想象不到的新东西出现，我们无法预知会出现什么变化。但可以肯定的是，传统的行业已经无法满足、消化这些大幅增加的收入，肯定会有新的东西出现。这就像3年前你说投资茅台酒，没有多少人相信白酒行业会有很大的市场一样，就像苏宁电器即使到现在还有人说它是庄股一样，这是因为那些人对于连锁业的发展态势并不了解。所以，我们认为，未来的投资机会也一定会出现在一些新的领域，并将超乎市场的想象。我们称之为“新蓝筹”，完全不同于以往石化、钢铁这样的股票。

其实在道琼斯指数30种工业股票中，一般制造业很少，大部分是消费服务业，如可口可乐、摩根大通、麦当劳等。其中技术服务业公司比重最大，如英特尔、惠普、辉瑞等。以后中国的“新蓝筹”也会是这样，在消费、服务以及技术类领域中那些初具规模、在国内技术领先的公司，它们在后期会有很大的增长空间，会有较多的投资机会。

《红周刊》：提到“新蓝筹”，我们也不得不注意到股票当前运行的市场环境。如今已到1800点关口的市场，还处在你一直说的“经典温和的牛市行情”阶段吗?明年的行情怎么看?

朱平：中国依然处在一个比较好的发展阶段，但是不会出现今年一季度的井喷行情。明年的行情会更温和一些，大概会有10%到20%的增长，而且相对来说时间会更长些。因此目前的1800点总体上看还可以，但是一些股票已经不便宜了，那些估值高的股票会有一定的风险。

最看重自主创新+资产注入

《红周刊》：在这种情况下，下一阶段你们更看好哪类股票?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朱平：在下一个阶段的市场中，机会将多元化，每一种股票都有挣钱的可能。相对稳定的是消费类、服务类股票，这属于新型的传统行业，到明年一季度，不排除可能会有 20% ~30% 的合理涨幅。当然，我们最看重的还是自主创新类的股票，就是那些除了垄断性的企业外，通过自己能力实现强大竞争力的技术类企业。自主创新领域不是一个行业，而是一个动态的并在不断扩散的领域。其分布广泛，如在新材料、机械、电力电网设备、药业行业中已经产生了一些这样的企业，他们的竞争对手较少。如果这种企业再遇到资产注入，是非常有前途的。但在这一领域中，我们对新能源比较谨慎，因为这类公司如果没有自主创新能力，将很难回避竞争的压力。

《红周刊》：对银行股和地产股的未来走势有何看法?

朱平：银行股和地产股都还可以，只是地产股的波动会更大一些。现在的矛盾是太多的人想住大房子，但土地的供给是有限的，因此房价总在涨。但同时低收入人群也很多，政府又想通过调控解决这些矛盾，而调控就会造成地产股的波动。

当心概念股炒作虚火过旺

《红周刊》：对于最近市场上非常热闹的滨海概念股、奥运概念股有何看法?

朱平：滨海概念现在还流行吗? 其中的一些股票已经炒得很高了。关于奥运概念，时间太短，到 2008 年就结束了，而且我也没有看到这个概念给相关的上市公司带来了怎样的收益。实际上，概念股票有一定的炒作模式，炒到一定程度就要开始等了，等他们的业绩出来。如果是真的，股价也就是这样了，但要是假的话，股价就会跌。总之，我们做投资，一定要找到逻辑。

《红周刊》：那么 3G 也是一个概念吗? 资产注入是否也是概念的成分比较大?

朱平：如果只是把 3G 作为一个买入的由头，那么它就是个概念；但如果做过深入的分析，计算出这个公司拿到 3G 牌照后可以占到多少市场份额，能带来多少收益，这就不是概念的炒作了。资产注入和一般意义上的概念股是不一样的，毕竟注入的资产对于公司来说可能会永续经营，有可能会给公司的基本面带来根本性的改变，但需要跟踪研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做坚定的乐观主义者

《财富生活》（2007 年 8 月 24 日）　水木

风险控制虽不是投资最核心的环节，却是独立的和强制性的，投资必须在风险控制的框架下运作，就像戴着镣铐跳舞。在股市，通过长期持有成长型股票赢利的人一定是坚定的乐观主义者。

“如果你要做一个成长型的投资者，那你必须是乐观主义者，有时候甚至是一个彻底的乐观主义者。”广发基金副总经理投资总监朱平微笑着说。

戴黑边眼镜穿白衬衫的朱平，颇有书卷气，看起来更像一位大学老师，实在很难把业界大名鼎鼎的朱平和这么一位文质彬彬的年轻人联系在一起。“看看这几年的大牛股，每年都有压力很大的时候，比如 2006 年苏宁电器小非解禁、烟台万华扩张受质疑。事实上，悲观的因素是无时无刻都存在的，你要是被情绪左右，获利出局或斩仓出局，很可能将一无所获。”善于写随笔的朱平思路清晰，富于逻辑性，“在股市，通过长期持有成长型股票赢利的人一定是坚定的乐观主义者。”

价值投资理念的形成

朱平风格温和低调。“大学时我的理想是当物理学家”，想起当年，朱平笑了。

出生于上世纪 60 年代的朱平毕业于浙江大学物理系，曾在师范学校当过老师。后来到上海财经大学读国际贸易的研究生，毕业后在上海荣臣集团做儿童服装的销售。1996 年朱平加入了当时正在大发展的投资行业。

朱平在投资生涯的初期，经历了中国股市一段最低迷的时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年朱平加盟易方达基金管理公司，2001 年股市大跌，步入漫漫熊途，2002 年，朱平担任基金科汇的基金经理。2003 年，宏观经济与股市长期背离后引发了投资机会，以“五朵金花”为代表的周期类股开始浮出水面，并受到资金的追捧，基金成了当时行情的引领者，价值投资理念首次以主角的身份登场。朱平也在这一轮行情中脱颖而出，2003 年他管理的基金科汇实现了 30% 的净值增长，在当年基金业绩排名中名列第二。

“2003 年初，我们发现大石化产业正转入上升周期，我们开始关注正在扩产、销售毛利率较低的公司，最后锁定了扬子石化。当时，扬子石化的产品已经涨价，我们粗略估算了一下，按照已经上涨的价格计算，扬子石化的每股利润可增长到 0.4 元以上，增长接近五成，于是我们做出了买入的决定。后来，石化股成为‘五朵金花’之一，走出了强劲、持续的上涨行情，我们也获益颇丰。”回忆当年，朱平有些感慨，“先自上而下确定行业，再自下而上选定公司，这是最简单的也是最有效的基本分析方法。”

2004 年，朱平加盟广发基金任投资总监，当时正是中国股市最悲观的时刻，而广发基金在水土极不相宜的环境下脱颖而出，在熊市中取得了优异的业绩，成为受人关注的新星。在 2006 年以来的大牛市中，广发基金仍维持了一贯的良好表现，并获得了较快的发展，已从基金业中的新秀跻身大基金公司之列。

“投资其实很简单，比如中国人对巴菲特的价值投资理念耳熟能详，都知道选择持续增长的公司并长期持有。在上一轮熊市中，大部分庄股灰飞烟灭，但还是有一些公司生存得较好，一路持有可以赚大钱。但知易行难，关键是你能不能在悲观时坚持，在大涨后仍能熬住不卖。”

先不亏钱才能赚钱

“风险控制虽不是投资最核心的环节，却是独立的和强制性的，投资必须在风险控制的框架下运作，就像戴着镣铐跳舞。”

回首多年的投资生涯，朱平最大的感慨是必须踏踏实实做研究，不急功近利，并且控制好风险。“就大资金的管理而言，首先要做到不亏钱。我们不能通过研究 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图、数浪等方法来确定投资策略，因为这类方法带有较大的不确定性，结论可能不止一个。相反，我们主要是通过研究公司基本面进行判断，这样做正确的概率会大得多。所以，从某种角度看投资就是选择一些大概率的事件。”朱平表示，“同时，你必须少犯错误。不犯错误是不可能的，但少犯错误是必须的，就像体育比赛，最后夺冠者可能不是进攻力最强的，但肯定是缺陷最少的。”

在朱平看来，基金经理要想获得良好的业绩，往往是处理好了三个主要矛盾：“一是要很谨慎，有较强的风险意识，不犯大错；二是要抓住主流，尤其是一些市值较大的市场热点；三要有一些原创的东西。”

“一个优秀的基金经理有时候就像一头饥饿的狼，就那么点力气，盯住可能的猎物不动，一旦出现机会则会迅速、坚决地抓住。”朱平表示，一开始也许只是一个念头，再研究研究，仔细思考可能就成了一个投资决策，抓住时机形成尽可能大的头寸，就有可能脱颖而出。在《对冲基金风云录》中，比格斯把对冲基金分为三类：第一类学识渊博，但业绩跟基准差不多；第二类善于把握大的方向，但原创性的东西不多，重点不够突出，表现会略好于大盘；顶级高手则是该动的时候就动。这种境界跟朱平的“饿狼”理论，有异曲同工之妙。

在投资界风生水起的朱平，生活却非常简单，除了出差，每天就是公司、公寓两点一线。业余时间，朱平喜欢打篮球，或者在博客上写写文章。读朱平的文章，可以看出他是一个至性至情的人，也是一个理想主义者。朱平正在一步步接近成为投资家的梦想，不管前路是一帆风顺还是波涛汹涌。

风险控制没商量

——朱平访谈实录

《财富生活》：无论在熊市还是牛市，广发基金都保持了较好的业绩，你们如何做投资？

朱平：到目前为止，广发基金都通过主动地选股来进行比较积极的投资，总体的策略是：精选个股为主，控制风险为辅。广发基金的投资团队每天都开会研究那些可能被市场误解的行业、公司，以及还有什么新的东西大家认识得尚不够清晰。事实上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一个行业、公司的发展、变化都要经历摇摆不定的过程，我们需要在种种不确定性中找到自己能把握的东西。

《财富生活》：能否举例说明，你们如何把握行业与公司的投资机会?

朱平：对行业、对公司的把握不是一蹴而就的，比如2006年有色股，我们一开始买了电解铝，没赚钱就抛了，但对有色金属有了一定的关注。后来开始流行罗杰斯的《热门商品投资》，高盛又抛出“金砖四国”理论，提出资源价格可能长期上涨，我们把目光投向了有色板块。因为铜已经涨过了，我们就选择投资锌的股票，不过，由于对有色股的认识不是特别深，而且有色金属的价格波动较大，操作比较难，我们没有拿到翻10倍那么久，这是我们需要反省和牢记的一个教训。

对公司的认识也是一个渐进的过程，比如对酒类公司，我们是先看到需求的稳定，研究之后又发现其涨价的必然，最后才看到消费需求升级带来的巨大新增需求。因为酒的增长比较稳定，我们持有的时间较长。

《财富生活》：你们从哪些方面捕捉投资机会?

朱平：巴菲特说过，买股票最差的理由是说这只股票要涨。我们倾向于寻找三类机会：一是交易性机会，这是战术层面的；二是新发现，市场往往会对一些新生事物有误解；三是长期持有一些行业龙头。应该说，精选股票是我们的根本方法。除此之外，还有一个做广度还是深度的问题，在精选股票时我们会选择深度挖掘。做深度分为两个步骤，第一步决定做什么，第二步是仔细去做，把研究、分析做透。

《财富生活》：基金行业扩张的速度与人才的匮乏形成了鲜明的对比，你如何看待基金经理的频繁流动?

朱平：一定的流动性不是坏事而是好事，一方面会促使我们去考虑准备充足的后备，减轻个人流动给公司造成的损失；另一方面，一个公司也需要合理的人员流动，新进入者可能更优秀，而没有变化至多是保持目前的水平。美国优秀的职业篮球队马刺得了多年冠军，旗下球星却是走了一个又一个，球星的离去并没有削弱团队的实力。因此，公司管理层应当有允许“孔雀东南飞”的胸怀。当然，频繁更换基金经理不利于形成稳定的投资风格，对持有人不利，基金管理公司会控制一个度，这就像通货膨胀，一点都没有不好、太高又不行，关键还是度的问题。广发基金成立至今，并没有发生核心投资人员大面积流失现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《财富生活》：如何控制风险？投资的风险主要存在哪些方面？

朱平：风险控制是要加强的环节。就基金公司而言最大的风险是操作风险，其次是信誉风险，投资风险更多的是投资部门层面的事。防范操作风险不仅要靠制度，更重要的是靠执行。比如备选库制度，基金经理如不尊重，光有制度仍然很容易出事。所以，风险控制是强制性的，没有商量余地，基金经理不能单拿业绩来说事。

《财富生活》：2005 年下半年以来的这轮牛市还能走多远？

朱平：这轮牛市能走多远，还是要看经济能否持续高速发展。现在看来，经济仍然向好，企业利润增长依然较快，增长的质量也不错，人民币升值、产业升级、技术进步、产业转移等基本因素仍没有改变。

但是宏观经济中也存在一些隐忧。中国经济高增长的代价是发展的不均衡，包括三方面：一是出口和内需的不均衡，出口持续向好，更强化了这种不均衡。二是要素投入与回报不均衡，具体说是工资上涨的速度比劳动生产力的增长速度低很多，但资本的回报却非常高。国家经济要可持续发展，要素的投入和要素的回报应均衡，否则经济持续发展负面的压力会越来越大。三是资金的不均衡，储蓄太多，而投资品太少，远远满足不了投资者的需求。

对这些问题解决的程度，决定了这轮牛市到底有多大，当然，最近一两年可能还不会出现大的变化，但产生剧烈变化的风险在增加。

《财富生活》：现在市场整体的估值是否仍偏高？

朱平：钱这么多，经济增长这么快，2007 年 30 多倍的估值还是可以接受的。但结构性泡沫是有，市场结构性调整仍将继续，也许到三季度末会有大部分散户会发现没挣钱甚至亏钱，这时候他们会回到价值投资或者选择专家投资。这是最乐观的预期，也许需要花更长的时间才能让散户清醒过来。

《财富生活》：面对近期股市的大幅震荡，你能否给投资者一些建议？

朱平：不管是职业投资者还是普通投资者，绝对的估值必须遵守，过高的估值只会损害投资者将来的收益，这对绩差股与绩优股同样适用。股市调整是股市运行的一个组成部分，是趋势投资者的噩梦，是成长型投资者的考验，是价值型投资者的机会。没有价值基础的股价上升几乎都是起于尘土，复归尘土。所以，抵御短期收益的诱惑，只投资能研究清楚的公司，不必在意大盘是否太高，调整是否会出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广发朱平：投资理念宣传员

《北京青年报》（2007 年 7 月 16 日） 牛金荣

"不评价市场，不推荐个股，你的 BLOG 会不会有点难写?" 见到广发基金的副总经理朱平，第一个问题就和他个人的 BLOG 有关。

"那么多美国大片和电视连续剧，表达的也不过几个意思：正义终将战胜邪恶，有情人终成眷属等。我的文章就是要表达三个观点，一是投资一定可以赚钱，但投机不一定行；二是投资是件快乐的事情；三是投资是一门科学。"朱平谈话一如他的文风，轻松，有趣，深入你心，听着他讲话，你会觉得人生中没有什么沉重的事情。

一个很生涩的投资理论，会以一个开心的笑话来牵引你；一个不太容易理清的市场变化，可能用一个当下流行的社会现象来比喻；不同类型的投资者，在他的文章里很容易找到自己的生动形象；复杂的物理理论，与投资之道发生了关系，红楼选秀、超女 PK、大长今的做菜之道，都替他讲述选股之术。他的文字很优美，他的信念很坚定，他的主旋律很流畅。

朱平是《北京青年报》启动强势基金公司采访以来，采访到的既能写也"会讲"的专业投资人。这与他的经历大有关系，当过老师，开过专栏。2005 年朱平在上海证券报开辟专栏后，每周坚持写一篇有关投资的文章，同时在上证报和网络博客上发表。目前朱平仅在新浪的 BLOG 的点击率就超过了百万。由于他是基金从业人员，相对于其他以股评和市场分析为主的财经博客，他的文章的题材限制很多。从他的文章中可以看出，他的阅读量很大，总会有新鲜的东西和素材提供给读者，就像他说的"如果阅读是件快乐的事情，就不会觉得辛苦"。他的文章总是可以直接触动投资人的心底，这与他经常在各地进行讲演，直接面对各类的投资者大有关系。

朱平可以称得上时下基金业勤奋的投资理念宣传员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明白投资风格，分清长期投资和价值投资

“两个人去打猎，找了个小飞机送过去了，驾驶员说飞机小，不要打太多猎物，装不下，一人打一头吧。两天后飞机回来了，每人打了两头，驾驶员说飞机装不下。两个人说，去年你也是这样说的。于是每个人给了飞行员一百美元，飞机起飞了。飞到半途，飞机超载迫降，两个人跌得头破血流，看看地方有点眼熟，两个人说这是什么地方，我们有没有来过。看了看，啊，去年就是这个地方掉下来的。”朱平说，这个故事是一个叫约翰·聂夫的美国基金经理讲的，他讲这个故事的目的是想向人们介绍他的投资理念，“低市盈率”投资法有时也叫“反向投资法”，他是这种理念的坚定信徒。

朱平认为，机构投资者一定要明白自己是哪种风格的投资者。如果是价值类的风格，就买低市盈的股票，市场越跌越有机会，因为便宜，因为市场一定会有机会，因为价格一定围绕价值波动，股票一定会有机会回到面值。

另外一类是成长类投资，只要公司在成长，就可以一直持有公司的股票。一些行业的龙头，一些新兴的行业，一些新的营利模式，都有可能造就大牛股。上世纪 90 年代华尔街一个基金经理买入了一只大牛股，股价上涨了几百倍。又有新投资进入，有记者问他，你拿了新钱怎么办，这位基金经理想了半天，我就再买一点这只股票。

朱平认为，总有人将长期投资与价值投资混为一谈，其实成长类的投资有可能是长期投资，而低 PE 的价值类投资倒不一定，只要价格区间到了预期的位置，就要抛掉，这是被逼着训练出来的。“有些机构投资者，也不一定知道自己是哪类投资风格。”

投资需要信仰，还要有科学的态度与方法

约翰·聂夫管理温莎基金 30 年，平均每年领先标普 500 指数 3 个百分点，他坚信低 PE 投资，他不喜欢高成长的股票，他喜欢温和增长的股票，他投资股票的备选库一定满足两个条件，一是平均市盈率 40% 以下；二是年增长 7% 以上，否则他都不会去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资。美国科技股狂涨的时候，“漂亮 50”他都不买。而彼得·林奇信奉成长股的理念，他一定要买 10 倍增长的股票，判断一个公司业绩是否能够增长 10 倍，一定要看成长空间，看市场有多大，看公司能够在这个市场做到多少份额，做到这个份额能否赚到足够多的钱，毛利率能否维持等。所以当有些公司突然宣布要开发新项目时，投资者一定要警惕，因为这些公司没有过去的历史。“你可以说这是经验的东西，但投资是一件比较严谨的事情。”

朱平讲起了广发基金投资会上的一件事，他们曾经讨论过奥运概念。大家认为某只股票挺好，涨得也不错，但是因为不能确定这只股票到底值多少钱，现在的价格是低估了还是高估了，合理的估值是多少，目标收益率是多少等等，最终他们还是决定放弃。

朱平认为，做投资还要有科学的方法，投资是一件很专业的工作，业余投资者没有办法与职业人士相比。

因为不确定，要做大概率的事

“战斗打响了，你带着小分队冲在前方，与后方联系中断，一定要决定是撤退还是前进，否则你的战友随时会牺牲。做投资跟打仗一个样。”朱平说，虽然知道做出任何一个决定都有可能是错误的，但必须明确决断，不能够有任何犹豫。

“2003 年我自己做基金时，我们想买一点周期类的股票，当时刚进入石化周期，按照产量是否已经扩张，产品价格是否已经上涨，去年是否微利甚至亏损这三个标准，找到了扬子石化。但是我们不知道它的价格和业绩会涨多少，不知道它什么时候会涨，不知道它能涨多高，唯一能够确定的就是知道最多亏多少，我们知道安全边际在哪里。事实上后来这只股票给基金贡献了许多收益。”

接受不确定性也是投资的一部分，所以一定要有手段去控制风险，一定要选择做大概率的事情。

“从概率学说，投资应是赢多输少。如果做投资循规蹈矩，今年年初去买招行、万科，收益可能不是最好，但一定不是最差。投资一定要做大概率的事件，无论索罗斯，还是温莎，当他们发现赚钱概率很大的时候，会放大投资比例。”朱平补充说，但许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人还是不愿意这样做，因为许多人不愿意接受不确定的事情，比如那些不愿意投资股市的人，还有不愿意接受价格波动的人。

“如果去做实业开餐厅，你告诉投资者能赚钱，但也有可能亏损，这很容易被理解。但做投资你让他相信并接受这种风险则很难。这就是投资。”

在朱平看来，投资是件很简单的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★如果投资者面对每天波动的股市，把买卖当成了重点，这就像生活中会有许多人禁不住追求生活的复杂，而忘记快乐可以很简单地获得。

★投资一定是可以获利的，投资的原则也是比较简单的。

★对于投资者而言，学会挣钱的第一步是学会不亏钱，学会不亏钱的核心是学会正确地买入。

★博傻这种投机方法可能是所有投机方法中最没有“技术含量”的一种。

★知道市场的主流怎么看公司的基本面是盈利的根本，如果你不能做到这一点，你想投资盈利就会比较困难。

★只有能够像癌细胞一样不停开店的公司，才有可能出现利润的持续快速增长。

★如果以一列正从黑暗驶向黎明的列车比喻股市，那还没有登上这趟列车的投资者可以等待黎明到来之后再上车，但还在车上的投资者千万不能在黎明到来的时候下车。

投资是一种生活方式

TOUZI SHI YIZHONG SHENGHUO FANGSHI

基金经理投资笔记丛书

上架建议：畅销 ·投资类

ISBN 978-7-80180-797-7



定价：35.00 元